الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد

أطروحة

لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث

الميدان: علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير الشعبة: علوم التسيير

الاختصاص: إدارة مالية

من إعداد:
بلال سباع

بعنوان

تحليل وقياس العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة - دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021

بتاريخ: **2024/02/27** أمام لجنة المناقشة المكونة من:

الاسم واللقب	الرتبة		
السيد عديلة مريمت	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 قالمة	رئيسا
السيد سامية عمر عبدة	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 قالمة	مشرفا
السيد نسرين معياش	أستاذ التعليم العالي	بجامعة 8 ماي 1945 قالمة	ممتحنا
السيد ليلى غفوري	أستاذ التعليم العالي	بجامعة باجي مختار عنابة	ممتحنا
السيد الغالي بن إبراهيم	أستاذ التعليم العالي	بجامعة محمد خيضر بسكرة	ممتحنا

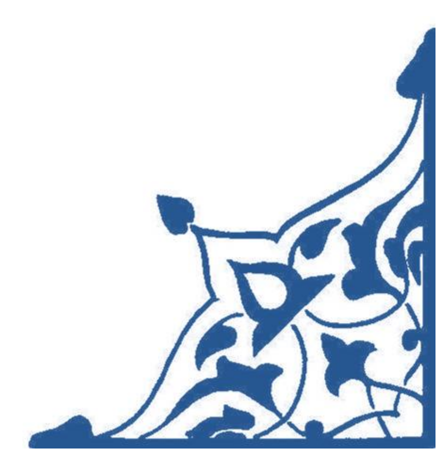
السنة الجامعية: **2024/2023**

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وَيَسْأَلُونَكَ عَنِ الرُّوحِ ۖ قُلِ الرُّوحُ مِنْ أَمْرِ
رَبِّي وَمَا أُوتِيتُم مِّنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا (85)﴾

سورة الإسراء الآية: 85





ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وقياس العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية والتي كان عددها 22 مؤسسة للفترة 2010–2021، تمثلت متغيرات الدراسة في أثر الرافعة المالية (ELEV) ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة (LEV) كمتغيرات مفسرة تعبر عن الرافعة المالية، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمتغير تابع، في حين حجم المؤسسة (SIZE) استخدم كمتغير معدل لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة، ولتحقيق هدف الدراسة تم حساب المتغيرات المختارة من القوائم المالية لعينة الدراسة خلال الفترة المذكورة وتحليلها بالاعتماد على بيانات بانل والاستعانة بـــــبرمجية **EViews v13**.

بناء على نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ووجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، وعدم وجود علاقة بين الرافعة المالية المقاسة بمجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة، كما تبين أن حجم المؤسسة زاد من القدرة التفسيرية للتغيرات التي تحصل للقيمة الاقتصادية المضافة جراء التغيرات التي تحدث في الرافعة المالية في المؤسسات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية:

حجم مؤسسة، هيكل مالي، رافعة مالية، خلق قيمة، قيمة اقتصادية مضافة، نموذج متجه تصحيح خطأ، مؤسسات اقتصادية جزائرية.

Abstract

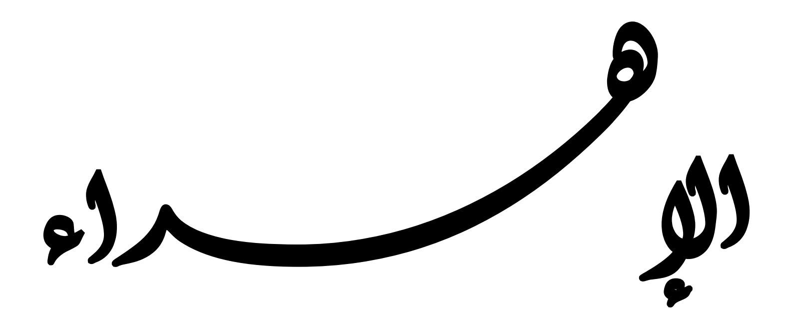
This study aims to analysing and measuring the relationship between financial leverage and economic value added considering the variation in the size of the company. The sample is composed of 22 Algerian economic companies for the period 2010-2021. The study variables are the effect of financial leverage (ELEV) and the debt-to-equity ratio (LEV) as explanatory variables representing financial leverage, whereas economic value added (EVA) as a dependent variable. Additionally, the company size (SIZE) is used as a moderating variable for the relationship between financial leverage and economic value added, and to achieve the objective of the study calculation of the selected variables from the financial statements of the study sample during the mentioned period, using panel data And Eviews v13 program for its analysis

Based on the vector error correction model (VECM), the study concludes that there is a long-term equilibrium relationship between the study variables. It indicates that there is a statistically significant direct relationship between financial leverage measured by its impact and economic value added, while there is no relationship between financial leverage measured by the debt-to-equity ratio and economic value added. Moreover, the study reveals that the company size enhances the interpretative capacity for the changes in economic value added due to fluctuations in financial leverage within the studied companies.
Keywords: Company Size, Financial Structure, Financial Leverage, Value Creation, Economic Value Added, Vector Error Correction Model, Algerian economic companies.

Résumé

Cette étude vise à analyser et mesurer la relation entre le levier financier et la valeur économique ajoutée À la lumière de la variation de la taille de l'entreprise pour un échantillon de 22 entreprises économiques algériennes, durant la période 2010-2021, les variables de l'étude ont été représentées par l'effet de levier financier (ELEV) et la dette totale envers les fonds privés (LEV) comme variables explicatives exprimant le levier financier, et la valeur ajoutée économique (EVA) comme variable dépendante, tandis que la taille de l'entreprise (TAILLE) a été utilisée comme variable modificateur de la relation levier financier / valeur économique ajoutée, et pour atteindre l' objectif de l'étude calcul des variables sélectionnées à partir des états financiers de l'échantillon de l'étude au cours de la période mentionnée, panel data et programme Eviews v13 ont été utilisés pour l'analyse.

Sur la base du modèle du vecteur de correction d'erreurs (VECM), l'étude a conclu qu'il existe une relation d'équilibre à long terme entre les variables de l'étude et qu'il existe une relation directe statistiquement significative entre le levier financier mesuré par l'effet du levier financier et la valeur économique ajoutée, Et il n'y a aucune relation entre le levier financier mesuré par la dette totale envers les fonds privés et la valeur économique ajoutée il s'est également avéré que la taille de l'entreprise augmentait la capacité explicative des changements qui se produisent dans la valeur économique ajoutée en raison des changements de levier financier dans les entreprises étudiés.
Mots clés: Taille de l'entreprise, Structure Financière, Levier Financier, Création de la Valeur, Valeur Economique Ajoutée, Modèle Vectoriel de Correction D'erreurs, Entreprises Economiques Algériennes.



بسم الله الرحمن الرحيم عرفت العلم به ولولاه ما عرفت به التسيير، وأزكى التحيات على خير الوجود ومعلم البشرية محمد الأمين صل الله عليه وسلم.

بعدما وفقنا في تجسيد هذا العمل من فكرة العقول إلى كلمات في السطور يعجز البيان ويعي اللسان وترتجف الكلمات في مثل هذه المنسابات حين يطلق اللسان عنانه ليعبر عما يختلج ما في الصدور لتعبير عن أناس وبيان فضلهم خلال تحصيلي العلمي الذي هو لبنة في بنيانهم وثمرة جهودهم لمن شهد الله لهما حسن رعايتهما لي ووجوب برهما والإحسان إليهم عوضهم الله بثمار العلم وأبقاهم لي نور الولدين الكريمين تاج رأسي، ولمن حملنا رحم واحد وتقاسمت معهم الأيام بحلوها ومرها جعلهم الله لي سند إخوتي وأختي، ولا أنسى بالذكر الأستاذة المشرفة سامية عمر عبدة التي لم تكن مشرفة فقط بل كانت عونا لي، ولمن لم يبخل عليا بالنصح والارشاد.

أهدي لكم ثمرة هذا الجهد العلمي

شكر وعرفان

رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلى والِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صالِحًا تَرْضاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبادِكَ الصَّالِحِينَ (19) سورة النمل.

الحمد لله الواجب الوجود الدائم العطاء والجود الموجود قبل كل موجود والصلاة والسلام على خير الوجود الرحمة المهداة سيدنا وحبيبنا محمد صل الله عليه وسلم.

حقا أن القلب ليخشع وأن القلم ليعجز عن توفية مقام الشكر حقه ولن أجد من الكلمات ما أعبر بها لتوف كل ذي حق حقه ولا مرية في أن الشكر علم، خلق ودين، وتجسيدا لقوله صل الله عليه وسلم " .... من لم يشكر الناس لا يشكر الله ...." لذا فإني أجد لزاما عليا أن أتقدم بالشكر الجزيل ومن التقدير أعظمه والامتنان لأستاذة المشرفة سامية عمر عبدة التي أضافت على العمل ملاحظاتها القيمة جزاها الله خير جزاء لك مني كل الثناء والتقدير فالكلمات قد لا توفيك حقك شكرا لك على عطائك طيلة 5 سنوات اشرافا عليا وعلى جهودك الرائعة ، ومهما نطق اللسان بأفضل ومهما كتبت الأيدي بوصفها ومهما جسدت الروح معانيها تظل مقصرة جعله الله في ميزان حسناتك، وأتقدم بشكر إلى لجنة التكوين برئيسها وأعضائها الذين لم يبخلوا علينا بالنصح والارشاد، لكم أسمى عبارات التقدير والعرفان على كل ما قدمتموه لنا شكرا على دعمكم المستمر.

كما لا يفوتوني أن أتقدم بجزيل الشكر والاحترام إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة.

وإلى كل من ساعدني في إنجاز هذه الدراسة، وندعو الله أن يجزيهم عني كل الخير والثواب والجزاء.

إن قلت شكرا فشكري لن يوفيكم حقكم سعيتم فكان السعي مشكورا وإن أحسنت فمن الله وإن أخطأت فمن نفسي والشيطان.

وما توفيقي إلا بالله.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

قائمة الجداول

قائمة الجداول

قائمة الاختصارات والرموز

قائمة الاختصارات والرموز

الرمز	الدلالة
β	درجة الحساسية
Δ	التغير
ε_{it}	حد العشوائي للخطأ
α'_i	معامل المتغيرات المستقلة
α_0	المقطع الثابت
COV, VAR	التباين والتباين المشترك
V	حد التصحيح
A	
A	إجمالي الأصول
ADF	ديكي فولر المطور
AEB	اجمالي الأصول المعدلة على أساس التضخم
Am	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
ARDL	الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة
B	
BFR	الاحتياج في رأس المال العامل
C	
CE	رأس المال المستثمر
CFE	التدفقات النقدية المستقبلية
CFROI	عائد التدفق النقدي على الاستثمار
CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
CP	الأموال الخاصة
CVA	القيمة النقدية المضافة
D	
D	مجموع الديون
D_i	توزيعات الأرباح
DF	ديكي فولر
DPA	الاهتلاكات والمؤونات

قائمة الاختصارات والرموز

DSCR	نسبة تغطية خدمة الدين
E	
EBIT	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
EBT	الأرباح قبل الضرائب
EBITDA	الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات
ELEV	أثر الرافعة المالية
EPS	ربحية السهم
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
E(CP)	العائد المتوقع لحقوق الملكية
F	
FL	درجة الرافعة المالية
G	
g	معدل النمو الدائم لتدفق النقدي المتاح
GMM	طريقة العزوم المعممة
I	
I	الاستثمارات
i	الفوائد
IV	مؤشر القيمة
K	
Ka	تكلفة التمويل بالأسهم
K_C	تكلفة الارباح المحتجزة
K_d	مبلغ القرض
K_p	تكلفة الأسهم الممتازة
L	
LEV	مجموع الديون إلى الأموال الخاصة
LP	دفعات الايجار
N	
NOPAT	الربح التشغيلي قبل الضريبة
N_p	صافي سعر السهم
O	
OCF	التدفق النقدي التشغيلي

قائمة الاختصارات والرموز

OCFD	التدفق النقدي التشغيلي المتاح
P	
PP	الدفعات الرئيسية
P_0	القيمة السوقية للسهم
R	
RE	نتيجة الاستغلال
Re	المردودية الاقتصادية
RF	المردودية المالية
Rm	عائد السوق
RN	النتيجة الصافية
S	
SIZE	حجم المؤسسة
T	
t	الضريبة
TSR	اجمالي عائد المساهمين
V	
VECM	نموذج متجه تصحيح الخطأ

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق


مقدمة

شهدت بيئة الأعمال تطورا كبيرا في مجال الاستثمار والتمويل، وهذا التطور يؤثر على المؤسسات باعتبارها الدعامة الأساسية فيها، ولمواكبته يتطلب منها الادراك السليم لمختلف التحديات التي قد تحدث في بيئة الأعمال من خلال تظافر وتكامل وتناسق الجهود في كل المستويات والوظائف، وهذا بغية تحقيق الربح والنمو بالإضافة إلى الهدف الأساسي المتمثل في خلق القيمة، كونه يتفوق على الأهداف الأخرى المسطرة من قبل الإدارة لأنه مرتبط بأداء المؤسسة من جهة وبمصلحة ملاكها من جهة أخرى، فهذا الهدف أصبح يحتل مكانة هامة في المؤسسات من قبل مسيريها الذين يسعون إلى بلوغه لأن وجود المؤسسة من عدمه مرتبط بخلق قيمة لأصحاب المصالح فيها وهذا لأنها لا تستطيع جذب رؤوس أموال إذا كانت تهدم قيمتها، ولمعرفة ذلك لابد من قياسه بالاعتماد على عدة مؤشرات التي تختلف من حيث طريقة الحساب لكنها تتشابه في الغاية منها وهو الحكم على أن المؤسسة قد خلقت قيمة أم لا، ومن بين أهم هذه المؤشرات التي تقيس الأداء المالي وفق منظور خلق القيمة نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي لقي اهتمام كبير من طرف الباحثين لكونه يعبر عن الربح الحقيقي للمؤسسة، كما أنه يأخذ بعين الاعتبار التكلفة الكلية للأموال ومقياس للأداء والتسيير، كما أن القيمة الاقتصادية المضافة تهتم بالربح الصافي الذي يتطلب عدة تعديلات لحسابه لتخلص من التحريفات المحاسبية المحتملة، على عكس المقاييس التقليدية للأداء المالي القائمة على العائد على حقوق الملكية.

وللوصول إلى خلق القيمة لابد على المؤسسات من تلبية احتياجاتها المالية الناجمة عن أنشطتها الاستثمارية، من خلال تبني خطط واستراتيجيات لتشكيل هيكل مالي مناسب، وهو ما يختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب العديد من المحددات أحدها الحجم الذي اعتبر على أنه مفهوم ساكن وذلك لكونه مقياس معين في لحظة ما، وهذا الهيكل يبين مختلف المصادر التمويلية التي قد تستخدم في عملية تمويل أنشطة المؤسسة وتحقيق الحد الأدنى للتوازن المالي من خلال تحديد نوع المصدر المالي المستخدم في التمويل.

وتعد الديون أحد المصادر التمويلية التي يمكن أن يستعين بها المدير المالي في تمويل أنشطة المؤسسة بغية تحقيق عوائد لصالح ملاكها، وهذا يؤدي في نهاية المطاف إلى تعظيم قيمة المؤسسة الذي يعد الهدف الحديث للإدارة المالية، وهو ما تطرقت إليه نظريات الهيكل المالي (نظرية التقليدية، ونظرية صافي الربح) التي أفادت إلى أن استخدام الرافعة المالية في التمويل

يجعل التكلفة الكلية للأموال في حدها الأدنى، الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهذا لكون تكلفة الأموال أحد مكونات حسابها، بالإضافة إلى أن الرافعة المالية تبرز كأحد الأساليب الذي تلجأ إليها أي مؤسسة لتلبية احتياجاتها التمويلية نظرا لما تحققه من وفر ضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، فإذا كانت تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة فهذا يجعل الرافعة المالية عنصرا فعالا في الهيكل التمويلي.

أولا: الاشكالية

على الرغم من أن علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة قد لقيت اهتمام الكثير من الباحثين في المجال المالي، إلا أنه مازال يتسم بنتائج متباينة تختلف باختلاف البيئة أو العينة، هنا تتمحور اشكالية الدراسة في شكل التساؤل التالي:

ما طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة خلال الفترة 2010-2021، وهل تتأثر هذه العلاقة بحجم المؤسسة؟

وللإمام والاحاطة الكافية بالموضوع تم تقسيم الإشكالية للأسئلة الفرعية التالية:

- ما أهمية الرافعة المالية في تمويل المؤسسة؟.
- ما أهم مميزات القيمة الاقتصادية المضافة؟.
- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مقاييس الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة؟.
- هل يساهم حجم المؤسسة في التأثير على علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة؟.

ثانيا: فرضيات الدراسة

بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية، سنحاول حصر الدراسة بصياغة الفرضيات التالية:

1. تسمح الرافعة المالية بتحديد الهيكل المالي الأنسب للمؤسسة.
2. يتميز مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بأنه مقياس واقعي يعكس الأداء الحقيقي للمؤسسات.

3. توجد علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة احصائية بين مقاييس الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة.
4. يساهم حجم المؤسسة في زيادة القدرة التفسيرية للرافعة المالية لتغيرات التي تحصل في القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة.

ثالثا: أهمية الدراسة

تنبثق أهمية الدراسة من كونها ترتبط بالهدف الحديث للمؤسسات والذي يرتبط بالنظريات المالية الحديثة المتمثل في خلق القيمة، وذلك لأن التركيز عليه يعد أفضل غاية لتحقيق ازدهار المؤسسات في المدى الطويل، ولقياس قدرة المؤسسة لخلق القيمة نستعين بعدة مؤشرات منها القيمة الاقتصادية المضافة التي تعد أحد المقاييس المعبرة عن خلق القيمة في المؤسسات كما أنها تعبر عن الربح الحقيقي لها، وهذا راجع لكون النتائج المحاسبية لا تعكس واقع الحقيقي للمؤسسة وأنها لا تأخذ بعين الاعتبار التكلفة الكلية لرأس المال، وزيادة على هذه الأهمية فإنه يساهم في توضيح إذا ما كان استخدام الرافعة المالية في المؤسسات باختلاف أحجامها علاقة بالقيمة الاقتصادية المضافة.

رابعا: أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة المشار إليها فإن الهدف العام للدراسة هو : قياس وتحليل العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة، بالإضافة إلى:

- التعريف بمتغيرات الدراسة عبر تتبع المسارات النظرية للأدبيات المتخصصة وتجذير المعرفة التي تحتويها.
- قياس وتحليل العلاقة الموجودة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- التعرف على الأداء الحقيقي للمؤسسات الاقتصادية المدروسة.
- التعرف على دور الذي يلعبه حجم المؤسسة في العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

خامسا: منهج الدراسة

بناء على طبيعة الإشكالية المطروحة ومن أجل إثراء موضوع الدراسة والتمكن منه بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة سوف يتم الاعتماد على، المنهج التاريخي عند سرد مراحل

ظهور القيمة وطرق قياسها، والمنهج الوصفي والتحليلي من أجل وصف الظاهرة وصف دقيق كميا ونوعيا، وفهم مكونات الموضوع وتوظيفها بما يخدم متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى تحليل البيانات المالية للعينة المدروسة وتحليل النتائج المتوصل لها.

سادسا: أدوات الدراسة

لتغطية مختلف جوانب الموضوع واثراء الدراسة تم الاعتماد على البحث المكتبي لتغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية واللغات الأجنبية ومجموعة من الأبحاث والمقالات وكذلك مواقع الانترنت، بالإضافة إلى الحصول على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة بالاتصال ببعضها والزيارة الشخصية للبعض الآخر بهدف الحصول على التقارير المالية لحساب متغيرات الدراسة المتمثلة في الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية وفق الرمز (ELEV) ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة برمز (LEV)، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وحجم المؤسسة (SIZE)، وكذلك اعتمدت الدراسة على الأسلوب الاحصائي من أجل تحديد النموذج الأنسب لتقدير علاقة المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية، ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة بالمتغير التابع المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة في ظل وجود حجم المؤسسة كمتغير معدل، وتم استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) لبيانات البانل لتقدير النموذج على مرحلتين قبل إضافة المتغير المعدل وبعد إضافته بالاستخدام برمجية Eviews الإصدار13. وذلك وفق الخطوات التالية:

- الاستعانة باختبار التجانس لـــــــ Hsiao لمعرفة هل يمكن تقدير العلاقة بالتحليل الساكن.
- اجراء اختبار جذر الوحدة للتأكد من استقرارية متغيرات الدراسة.
- اختبار التكامل المشترك.
- اختبار السببية لــــ Granger.
- تقدير العلاقة باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM).

سابعا: حدود الدراسة

شملت الحدود الموضوعية من خلال الالمام بالدراسات التي تطرقت إلى الموضوع المدروس، أما الحدود المكانية فقد تطرقت الدراسة للعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

والتي كان عددها 22 بسبب توفر البيانات المالية للفترة المختارة والبعض لم نستطع الحصول على البيانات المالية لسنة 2021 بسبب رفض مسيريها، وأما الحدود الزمنية فقد غطت الدراسة فترة زمنية قدرها 12 سنة للفترة 2010-2021، وهذا لتوفر البيانات المالية لهذه المؤسسات.

ثامنا: الدراسات السابقة

تناولت بعض الدراسات العربية والأجنبية موضوع الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ومن بين هذه الدراسات نذكر مايلي:

I. الدراسات العربية

1. دراسة **(صبيحة قاسم هاشم، مهدي عبد الكريم حسين2016):** مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية والادارية بعنوان "**العلاقة السببية بين حجم المديونية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المنشأة**" هدف هذه الدراسة هو التعرف على طبيعة العلاقة بين حجم الديون المستخدمة المعبر عنه بإجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية في العراق في ظل تباين احجام تلك الشركات والمعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الاصول والتي عددها 24 خلال الفترة 2008 – 2013 معتمدين في ذلك على أساليب إحصائية منها تحليل الانحدار بنوعيه و تحليل ANOVA.

وخلصت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لحجم الديون على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات محل الدراسة وأنا هذا التاثير يتزايد مع دخول حجم الشركة كمتغير ثالث في نموذج الاختبار الخاص بتلك العلاقة.

2. **دراسة (موصو سراح، محرز نور الدين2021)**: مقال منشور في مجلة البشائر بعنوان "**أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة الاقتصادية**" استهدفت هذه الدراسة تقييم أثر السلوك التمويلي على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المدرجة في مؤشر S&P500 والتي كان عددها 168 شركة للفترة 2010-2019، ولتحقيق هدف الدراسة استخدم الباحثان بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

وقد توصلت النتائج إلى أن الديون طويلة الأجل تؤثر بشكل سلبي على القيمة الاقتصادية المضافة وهذا التأثير ذو دلالة احصائية في الشركات محل الدراسة على عكس ديون قصيرة

الأجل لا تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة، بالإضافة إلى أن المتغيرات الضابطة والمتمثلة في حجم الشركة له أثر ايجابي ومعنوي على القيمة الاقتصادية المضافة، وكذلك الضمانات تؤثر بشكل ايجابي على القيمة الاقتصادية المضافة على عكس السيولة التي لم تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات محل الدراسة.

II. الدراسات الأجنبية

1. دراسة كل من **(2014Yusuf Pola،Hasim Bagci ،Famil Samiloglu)** : مقال منشور في International Research Journal of Finance and Economics بعنوان" **The Effect of Capital Structure on Economic Value Added: Evidence from Turkey**"، استهدفت هذه الورقة البحثية معرفة تأثير هيكل رأس المال على ربحية شركات التصنيع المدرجة في بورصة إسطنبول والتي كان عددها 120 شركة مدرجة للفترة 2003-2012، حيث تم قياس الهيكل المالي بالديون طويلة الاجل إلى إجمالي الخصوم والديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم ومتغير ثالث متمثل في رأس المال المستثمر، مستخدمين في ذلك طريقة المربعات الصغرى المعممة لتقدير الاثر.

وكانت النتائج المستخلصة هو وجود علاقة ذات معنوية بين الديون طويلة الأجل والقيمة الاقتصادية المضافة وسلبية بين ديون قصيرة الأجل و القيمة الاقتصادية المضافة، في الشركات محل الدراسة وأن رأس المال المستثمر بإعتباره من مكونات EVA فإنها تتأثر به كذلك.

2. دراسة (**2014 Alfred, ،Aloy Niresh**): مقال منشور في مجلة International Journal of Business and Management بعنوان **The Association between Economic Value Added Market Value Added and Leverage**" " هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية في المؤسسات المالية التي كان عددها 6 للفترة 2011- 2013 في سيريلنكا، وقد اعتمد الباحثان في قياس الرافعة المالية على درجة الرفع المالي، وتم الاعتماد على تحليل الارتباط والانحدار لتحديد نوع العلاقة.

وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباطية قوية بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، وأن الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة ليس لها أثر على القيمة السوقية في المؤسسات محل الدراسة.

3. دراسة (**2015 D.Vijayalakshmi, Padmaja Manoharan**): مقال منشور في مجلة International Journal of Multidisciplinary Research and Development بعنوان " **Corporate leverage and its impact on EVA and MVA** " هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد أثر الرافعة المالية في أهم المؤشرات المعبرة عن قيمة المؤسسة وهما القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية في الشركات المدرجة في بورصة بومباي والتي كان عددها 7 شركات خلال فترة 1996-2010، وقد اعتمد الباحثان في التعبير عن الرافعة المالية بالديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول والديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول، مستخدمين بيانات البانل.

وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير كبير ذو دلالة احصائية للرافعة المالية على القيمة الاقتصادية في الشركات محل الدراسة، بينما كان هناك أثر إيجابي ذو دلالة احصائية على القيمة السوقية.

4. دراسة (**2019 Maharani Rahma**): مقال منشور في مجلة JURNAL ILMU KEUANGAN DAN PERBANKAN بعنوان

Pengaruh Firm Size, Leverage dan Profitability Terhadap Economic Value Added (EVA) Pada Emiten Manufaktur di Bursa Efek Indonesi"

الغرض من هذه الدراسة هو قياس وتحليل أثر كل من حجم الشركة، الرافعة المالية، الربحية على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا والتي كان عددها 141 شركة مدرجة للفترة 2010-2014، مستخدمة بذلك بيانات البانل وقد عبرت الباحثة على الرافعة المالية بإجمالي الديون إلى حقوق الملكية، والعائد على حقوق الملكية كمقياس للربحية، حجم الشركة معبرة عنه بـــــاللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة له تأثير إيجابي على القيمة الاقتصادية المضافة، وأن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي على القيمة الاقتصادية المضافة وأن كل المتغيرات لها أثر ايجابي على القيمة الاقتصادية المضافة.

5. دراسة (2022Januar Eky Pambudi): مقال منشور في مجلة *Dynamic Management Journal* "**Pengaruh Likuiditas, Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Economic Value Added (EVA) (Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Food and Beverage Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**"، الغرض من هذه الدراسة هو تحديد تأثير السيولة والرافعة المالية والربحية على القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المدرجة في البورصة وكان عددها 11 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا، حيث تم التعبير عن السيولة بالسيولة الحالية، والربحية من خلال العائد على الأصول أما الرافعة المالية تم قياسها انطلاقا من مجموع الديون إلى حقوق الملكية، مستخدم في ذلك بيانات البانل.

وتوصلت الدراسة إلى أن السيولة والربحية ليس لهم تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة، وأن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي على القيمة الاقتصادية المضافة ولكن هناك تأثير مشترك لهذه المتغيرات عليها.

ما يمز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

هذه الدراسة على غرار الدراسات السابقة تحاول البحث في علاقة الرافعة بالقيمة الاقتصادية المضافة بوجود حجم المؤسسة، لكنها تختلف عنها في كونها تأخذ بعين الاعتبار مقياسين مختلفين للرافعة المالية عن ما تم قياسها في الدراسات الأخرى وهذين المقيسين هما أثر الرافعة المالية ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة وعلاقة كل واحد منهم بالقيمة الاقتصادية المضافة، كما أن أغلبية الدراسات درست حجم الشركة كمتغير ضمني وهذا ما يختلف عن هذه الدراسة من ناحية استخدام حجم المؤسسة كمتغير معدل لمعرفة تأثيره على العلاقة بين الرافعة المالية بمتغيراتها بالقيمة الاقتصادية المضافة، كما تميزت أيضا في كون هذه الدراسة في بيئة مختلفة تماما عن الدراسات الأخرى، حيث شملت عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالإضافة إلى طريقة التقدير فإن معظم الدراسات قامت بتقدير العلاقة بين المتغيرات الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى أو التحليل الساكن، على عكس هذه الدراسة استخدم فيها تقدير العلاقة باستخدام التحليل الديناميكي.

تاسعا: هيكل الدراسة

بغية الاجابة على الاشكالية المطروحة وما انبثق منها من أسئلة فرعية واختبار صحة الفرضيات المتبناة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي تسبقهم

مقدمة عن الموضوع، حيث تناول الفصل الأول الإطار النظري للرافعة المالية وحجم المؤسسة وتمثل في تقديم مفاهيم الأساسية للمؤسسة وأهم وظائفها وطرق معرفة أحجامها، بالإضافة إلى ماهية الرافعة المالية ومختلف طرق قياسها، أما الفصل الثاني خصص إلى الإطار الفكري للقيمة الاقتصادية المضافة من خلال التطرق إلى مفهوم عملية خلق القيمة ثم سرد التطور التاريخي لها مع تقديم مفاهيم حول القيمة الاقتصادية المضافة وقبل ذلك تم التطرق إلى الجذور التاريخية لهذا المفهوم، وخصص كذلك إلى مكونات القيمة الاقتصادية المضافة بالإضافة إلى العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في شقها النظري، أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة القياسية لتحليل وقياس العلاقة بين المتغيرات المدروسة منها تقديم عام حول المنهجية المتبعة والطريقة المستخدمة في القياس ليتم بعدها تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة ثم مناقشة النتائج المتوصل إليها، ثم لتنتهي الدراسة بخاتمة تتضمن اختبار الفرضيات والنتائج النظرية والتطبيقية للدراسة وتقديم مقترحات وأفاق مستقبلية.

الفصل الأول: الإطار النظري للرافعة المالية وحجم المؤسسة

المبحث الأول: مدخل لحجم المؤسسة.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي.

المبحث الثالث: الرافعة المالية.

1

تمهيد

تنشط المؤسسة في بيئة سريعة التغيير تتأثر بها وتؤثر فيها باعتبارها الأساس الذي يتمحور حوله أي اقتصاد، فهي تتكون في مجموعها من عناصر بشرية وأخرى مادية ومالية تتفاعل فيما بينها من أجل تحقيق هدف معين، حيث تظم المؤسسة عدة وظائف أهمها الوظيفة المالية التي تعد عصب الوظائف الأخرى، فهي تلعب دورا أساسيا في تحديد الهيكل المالي، والذي يختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب الخطط المستقبلية لكل مؤسسة وحجمها، ولايزال الهيكل المالي الأنسب موضع جدل كبير بين الباحثين على الرغم من دوره الفعال في تحقيق أو بلوغ أهداف والاستراتيجيات الموضوعة من طرف المسيرين في المؤسسة، إذ أن كافة القرارات داخلها تتأثر به، وبهدف تحقيق الأهداف المسطرة نجد المدير المالي دائما يسعى للبحث عن مصادر الأموال، والتي تعتبر أحد المقومات الأساسية التي تستند عليها المؤسسة من أجل استمرارها في النشاط، وهذا يتوقف بشكل كبير على قدرته في الحصول على هذه الأموال بغية الوصول إلى الأهداف المسطرة، حيث يجد أمامه عدة طرق لتمويل نشاط المؤسسة الاستغلالي، إما مصادر طويلة الأجل متمثلة في التمويل بالأموال الخاصة، أو التمويل الخارجي بالديون(الرافعة المالية)، أو المصدرين معا، وهذه المصادر المختلفة تكون الهيكل المالي للمؤسسة الذي يعبر عن التوليفة المثلى لمصادر التمويل التي حصلت عليها المؤسسة لتلبية احتياجاتها الاستغلالية، وهنا تؤخذ بعين الاعتبار عدة عوامل لتكوين هيكل مالي أمثل منها أخذ بعين الاعتبار تكلفة كل مصدر وما يترتب عنه عند أخذه بعين الاعتبار واستخدامه في تمويل استثماراتها وجعل تكلفة الأموال في حد أدنى لها، وهنا تظهر ميزة الرافعة المالية التي هي عبارة عن مستوى الديون كما أنها تساهم في انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل كلما زادت الديون (قصيرة الأجل وطويلة) في الهيكل المالي وهذا راجع لكون التمويل المقترض منخفض التكلفة قياسا بكلفة التمويل الممتلك بسبب ميزة الوفر الضريبي.

وبناء على ذلك سنحاول التطرق إلى مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها المختلفة وأهم النظريات التي تطرقت إلى حجمها، بالإضافة إلى الهيكل المالي والرافعة المالية من مفاهيم وطرق قياسها وأهم مميزاتها.

المبحث الأول: مدخل لحجم المؤسسة

لا تزال المؤسسة الاقتصادية ضمن اهتمامات الباحثين بمختلف تخصصاتهم الأكاديمية، باعتبارها العصب والمحرك الرئيسي لبناء اقتصاد أي بلد، وجزء لا يتجزأ منه مهما اختلفت أحجامها وأصنافها التي شهدت تطورات وتحولات كثيرة عبر الزمن واختلفت باختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية، حيث أنها لم تكن أنفا نفسها كما في الوقت الحاضر فقد أصبحت متعددة المجالات والنشاطات منها اجتماعية، اقتصادية، مالية .... إلخ، وأصبحت تحكمها أطر قانونية وتنظيمية تهدف لتسيير عملها واختيار الهيكلة المناسبة التي تسمح بتحديد المسؤوليات وواجبات الأفراد داخلها بغية تحقيق هدف معين ضمن شروط اقتصادية تختلف من بيئة إلى أخرى.

وهذا ما سوف يتم التطرق إليه من خلال سرد مفاهيم المؤسسة، وحجمها وكذا أهدافها وخصائصها التي تميزت بها.

المطلب الأول: المؤسسة الاقتصادية

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم التعاريف التي عرفت بها المؤسسة وأهم أهدافها بالإضافة إلى أهم المهام التي تقوم بها المؤسسة.

أولا: تعريف المؤسسة

لو قمنا بسؤال الأفراد داخل أي مؤسسة عن مفهومهم لها لوجدنا اختلاف كبير بين وجهات نظرهم، لذلك إن عملية سرد تعريف شامل للمؤسسة الاقتصادية أمر في غاية الصعوبة، وهذا بسبب اختلافات وجهات نظر الباحثين والتطور الذي شهدته هذه الأخيرة، ولكن على رغم من ذلك يمكن سرد بعض التعاريف من زوايا متعددة منها:

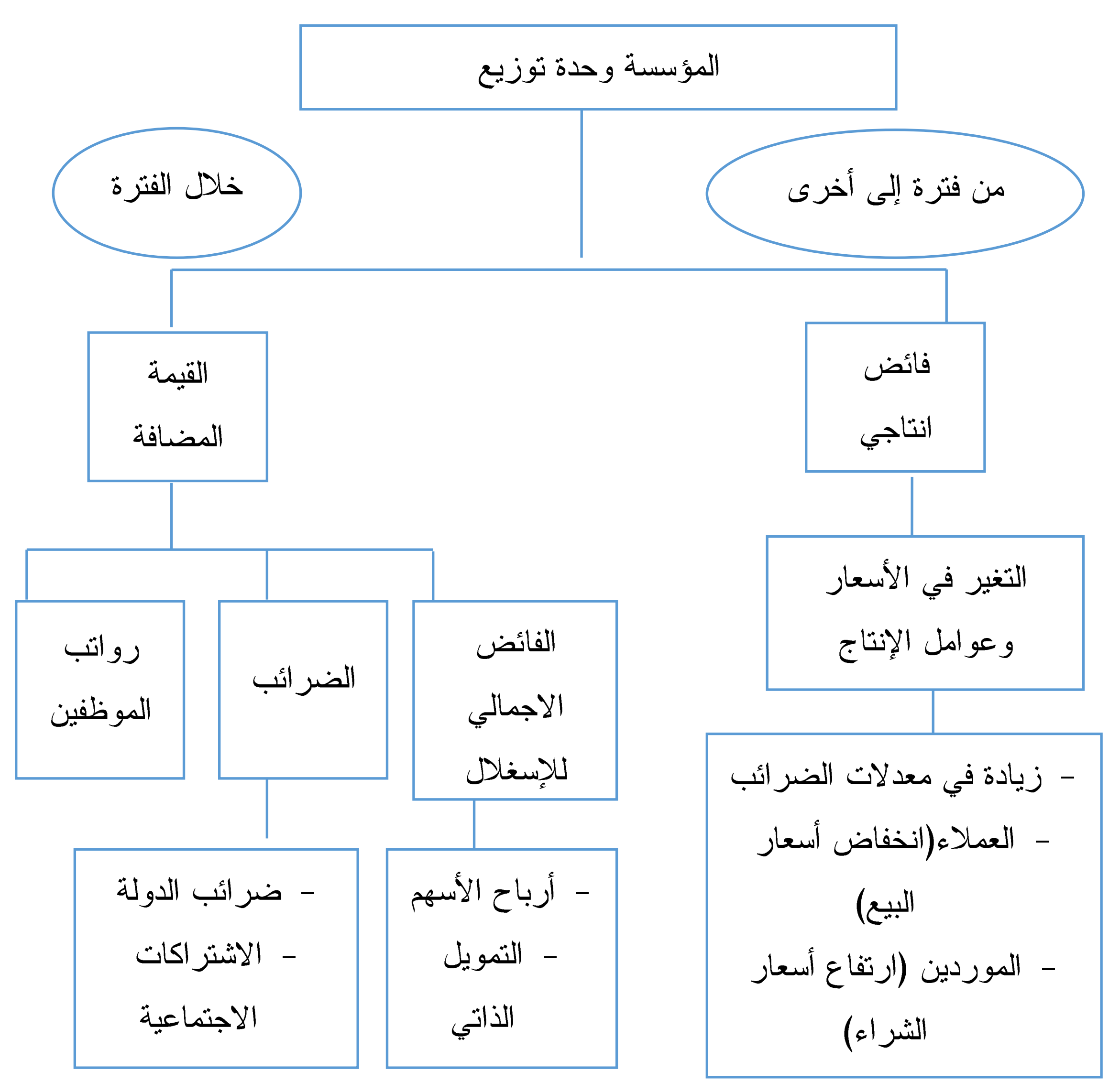
تعرف المؤسسة على أنها: «وحدة اقتصادية مستقلة قانونيا تتكون من عدة عوامل (الأفراد، رأس المال، الأصول) لإنتاج سلع وخدمات معدة للبيع في السوق» **(Beitone & Hemdane, 2005, p. 29)**

كما تعرف المؤسسة على أنها: « كيان خاص أو عام لها هيكل تنظيمي مستقل يخضع للأطر القانونية والاجتماعية بهدف دمج كافة العوامل بغية تحقيق قدر كبير من الانتاج، أو تبادل السلع والخدمات في مفهومها التقليدي، كما تبني ثقافة ابتكارية من حيث قدرتها على الابداع مع خلق فرص جديدة ملائمة مع تطلعات المسيرين لها بغية تحقيق أهداف مسطرة والنمو للبقاء في السوق والوصول إلى مرحلة التميز في مفهومها الحديث» **(سيد عبد النبي، 2019، ص 10).**

ويعرفها Pierre Laure بأنها «وحدة منظمة تتظافر فيها جميع الامكانيات المالية والبشرية من أجل استخراج، تحويل، نقل، توزيع الثروات، السلع والخدمات من أجل بلوغ الأهداف المسطرة»(بوراس، 2008، ص 10).

كما يمكن اعتبارها كوحدة لتوزيع الثروة وكنظام يتكون من عدة أجزاء مترابطة وتتطور بشكل دائم حسب تأثير البيئة التي تنشط فيها والشكلين التاليين يظهران ذلك.

الشكل رقم (1-1): نشاط التوزيع الخاص بالمؤسسة



Source : (Darbelet et al., 1995, p. 10).

من الشكل أعلاه يمكن القول أن المؤسسة تعد النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي كونها تقوم بالعملية الانتاجية عن طريق التنسيق بين عوامل الانتاج بغية انتاج منتج معين موجه إلى

السوق مقابل ثمن، الأمر الذي يؤدي إلى توزيع هذه الأموال المتأتية من عملية البيع في أشكال متعددة مبينة في الشكل.

الشكل رقم(1-2): المؤسسة كنظام

النمو + البقاء
- المورد
- العميل
- البنك
تجاري
الإدارة
الإنتاج
المالية
الإدارة العامة
القرارات

Source : (Brennemann & Sépari, 2001, p. 43).

نلاحظ من الشكل أن المؤسسة نظام مترابط من الأنظمة الفرعية تمتاز بالعلاقات التبادلية بينها من أجل تحقيق الهدف المسطر.

ومن الشكلين السابقين يمكن القول أن المؤسسة تخلق فرص للعمل والثروة وتساهم في تكوين الناتج المحلي من خلال توليد القيمة المضافة التي يتم إنتاجها من قبل العاملين والدولة (المنظمات الاجتماعية) والموردين والمقرضين.

بناء على ما ذكر سلفا يمكن وصف المؤسسة على أنها مصطلح يجمع بين عدة عوامل مادية ومعنوية لها استقلالية قانونية في صنع القرارات داخل الحيز الذي تنشط فيه، بهدف إنتاج السلع والخدمات بغية تحقيق قيمة مضافة حسب الأهداف المسطرة، كما لها ثقافة ابتكارية من حيث قدرتها على الابداع من أجل خلق فرص جديد أو اقتحام أسواق جديدة سواء كانت محلية أو دولية.

من خلال ما تم سرده من التعريفات المقدمة للمؤسسة يمكن القول أن المؤسسة تتميز بالخصائص التالية (عزيزة، 2017، ص 18):

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة إذ تمتلك صلاحيات وحقوق ومسؤوليات وواجبات.
- تسعى إلى أداء وظيفتها التي أسست من أجلها، بسبب امتلاكها القدرة على الانتاج.

- المؤسسة نظام اجتماعي مكونة من أفراد واتجاهات وثقافة... إلخ، إذ تساهم بفعالية في النمو والتنمية الاقتصادية الأمر الذي يؤدي إلى الرفع من الدخل الوطني.
- المؤسسة بعد اقتصادي من خلال إدماج وتوليف مختلف عوامل الانتاج بغية إنتاج سلع وخدمات موجهة للسوق.
- المؤسسة نظام تقني تتفاعل مع التطورات التكنولوجية وتتأثر بالمحيط وتؤثر فيه.
- المؤسسة قادرة على مزاولة نشاطها بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسات والبرامج وأساليب العمل.

ثانيا: أهداف المؤسسة

لأي مؤسسة تصورات مرغوبة تسعى لتحقيقها من خلال تكاثف جميع الأطراف داخلها، ومن بين هذه الأهداف نجد(غول، 2008، ص 12–15):

- تحقيق الأرباح وهذا الهدف يمكن اعتباره من أهم المعايير التي تدل على أن المؤسسة تقوم باستغلال مواردها بكفاءة عالية، الأمر الذي يؤدي بها إلى الاستمرارية في النشاط والنمو.
- تحقيق متطلبات المجتمع وهذا من خلال بيع ما تم إنتاجه في الأسواق.
- عقلنة الإنتاج ويتم ذلك من خلال الاستعمال العقلاني لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجها بواسطة التخطيط الرشيد ومراقبة عمليات الإنتاج وطرق التوزيع مع التدقيق في البرامج الموضوعة بهدف تدنية التكاليف وتحقيق الأرباح، أو سوف يحدث العكس أي إفلاسها ومغادرتها السوق.
- ضمان مستوى عالي من الأجور وذلك لأن المؤسسة نظام اجتماعي يتفاعل الأفراد داخله من أجل إنتاج السلع والخدمات وكمكافأة لهم على جهودهم يتحصلون على رواتب وأجور مما يؤدي إلى تحسين مستوى معيشة العمال.
- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال من خلال علاقات مهنية واجتماعية بين الأشخاص رغم اختلافهم في المستوى العلمي.
- توفر الوسائل الترفيهية والثقافية التي تفيد العمال على مستوى فكرهم وشعورهم بالرضا الأمر الذي يؤدي إلى اهتمامهم بالمؤسسة والعمل على تحسين مستواها.
- قيادة السوق مقاسا بالوضع التنافسي ودرجة الإبداع، التقدم التقني.

- الانتشار السوقي المعبر عنه بعدد الأسواق التي تنشط فيها المؤسسة، وعدد الجماعات الاستهلاكية
- المسؤولية الاجتماعية وتقاس بصورة المؤسسة والاستخدام الأمثل للموارد ورفاهية المجتمع.

ثالثا: وظائف المؤسسة

تتشابه المؤسسة إلى حد كبير بكائن حي يتطلب بقائه تنسيقا جيدا للأعضاء التي يتكون منها، أي لابد من توزيع المهام داخل المؤسسة وتحديد دور كل واحد فيها بوضوح حتى تكون فعالة في شكل الوظائف التالية:

1. الوظيفة الإدارية

وهي هيكلة المؤسسة وتقسيم الأدوار والمهام بين أجزاء وأقسام المؤسسة، وأول من أشار إليها هو "Henri Fayol" سنة 1916 الذي أشار إلى أن الوظيفة الإدارية تعتمد على **(Aminata, 2013, p. 6):**

- التخطيط وذلك من خلال وضع السيناريوهات المستقبلية المختلفة.
- التنظيم وذلك من خلال توزيع المهام من أجل ضمان السير الحسن للأعمال.
- الترتيب بهدف توضيح مهام كل شخص داخل المؤسسة.
- التنسيق وذلك بالتأكد من أن جميع إجراءات الشركة لا تتداخل فيما بينها.
- الرقابة أي التحقق من أن كل شيء يسير وفق لما تم التخطيط له وعدم وجود انحرافات وتجاوزات في تطبيق ما تم التخطيط له وتدارك الأخطاء الموجودة في الوقت المناسب.

2. الوظيفة المالية

تعتبر هذه الوظيفة عصب الوظائف الأخرى كونها ذات أهمية بالغة من خلال ما توفره من أموال في الوقت المناسب وبأفضل الطرق بالإضافة إلى اتخاذ القرارات الخاصة بمصادر تحويل وكذلك نوعية الأموال الواجب تدبيرها، وأصبحت تدعى في الوقت الحالي في الكثير من الشركات بالإدارة المالية ومن مهامها نجد**(Caroline, 2006, p. 2-3):**

- تقديم معلومات قانونية عن الحسابات.
- تنظيم إدارة الموارد المالية.
- تقدير حجم الأموال اللازمة وكيفية الحصول عليها.

- تكييف أنظمة المعلومات مع احتياجات المؤسسة من خلال دمج المعلومات المالية والغير المالية (الجودة، رضا العملاء المهارات...).
- تخطيط الموارد المالية وكيفية استغلالها ومراقبتها بعد التوزيع.
- التعامل مع الأسواق بغية تحقيق الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة.

3. الوظيفة التموينية

تعتبر من بين الوظائف الأساسية في المؤسسة وتشمل كل من وظيفة الشراء ووظيفة التخزين، حيث تظهر أهميتها من خلال تزويد المؤسسة بالكميات والوسائل الضرورية في عملية الإنتاج وذلك في الوقت المناسب مع الجودة المرغوبة، بالإضافة إلى أنها ضرورية في معرفة ودراسة السوق بهدف إيجاد طرق مثلى للتموين بالسلع والخدمات بجودة عالية وبتكلفة أقل، ولها ارتباط وثيق مع الأقسام الانتاجية والتسويقية، وتلعب دور هام في تزويدها بالمعلومات الخاصة بالمنتجات الأولية المتواجدة في السوق (محمد رائد، 2013، ص 113).

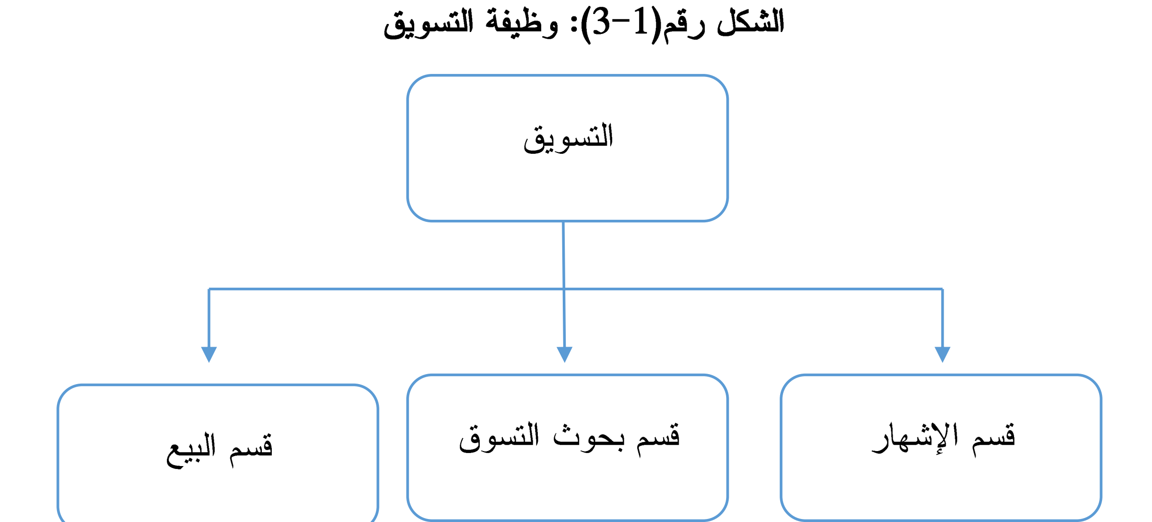
4. وظيفة الانتاج

هي تلك الوظيفة التي تتولى عملية توحيد ثم تحويل الموارد المتاحة لنظام معين وفق أسلوب محدد بهدف تحقيق وخلق قيمة مضافة تتلاءم وسياسات الإدارية للمؤسسة، كما تربطها علاقة مع وظيفة التسويق إذا أن هذه الأخيرة تقدم لها بيانات عن الطلب المتوقع والمواصفات المطلوبة من طرف العملاء مع الأسعار المناسبة، بالإضافة إلى نوعية السلع المنافسة، أما الوظيفة الإنتاجية تقدم لها مواعيد الإنتاج والكميات المنتجة والخصائص الفنية لكل منتج(أبديوي، 2011، ص 17).

5. وظيفة التسويق

يعد التسويق من اهم العمليات والمجهودات التي تبذلها المؤسسة، فهي معنية بتقدير ما يحتاجه المستهلك بهدف توجيه كل أنشطة البحث والتطوير لإنتاج ما هو مطلوب من قبل المستهلكين، بالإضافة إلى الطرق والوسائل المتبعة لإيصال نوعية المنتج المنتوج من قبل أي مؤسسة أو نوعية الخدمات المقدمة والشكل التالي يظهر ذلك (الطيب، 2006، ص 137):

الشكل رقم(1-3): وظيفة التسويق



المصدر: (الطيب، 2006، ص 137).

أي أن قسم البحوث يختص بالبحث عن طرق جديدة للتسويق أو دراسة أذواق المستهلكين ودراسة البيئة التي يوجه إليها المنتج أو الخدمة، اما قسم الإشهار له وظيفة تعريف المستهلكين بمنتجات التي تنتجها المؤسسة، في حين قسم البيع فهو مختص ببيع المنتجات في الأسواق باستعمال طرق بيعية حسب نوع السلعة المراد بيعها.

رابعا: البيئة والمؤسسة

المؤسسات تعمل في بيئة سريعة التغيير فهي تؤثر فيها وتتأثر بيها، فمنها تحصل على الموارد (مدخلات)، معلومات، وتعمل على تحويلها في شكل مخرجات منها السلع، خدمات إلى الزبائن، وهنا تظهر قيمة المؤسسة عندما تستخدم مواردها بشكل فعال لإنتاج هذي السلع أو تطوير منتج ما وتوجيهه بعناية لعملائها، فالمؤسسة التي تحقق أهدافها في ظل امكانياتها المتاحة فقد حققت الفعالية من خلال تركيزها على مخرجاتها باستغلال المدخلات بشكل جيد وكلما استفادت المؤسسة من البيئة التي تنشط فيها تفادت الصعوبات والعراقيل التي تواجها والشكل التالي يوضح تفاعل المؤسسة مع البيئة **(Schermerhorn, 2013, p. 12):**

الشكل رقم (1-4): المؤسسة نظام مفتوح على البيئة



Source: (Schermerhorn, 2013, p. 12).

من الشكل أعلاه يمكن القول أن المؤسسة تعتبر نظام مفتوح يؤثر ويتأثر بالبيئة التي تعمل فيها، وتعتمد فاعليتها على التأثير بينها إذ تحصل المؤسسة على الموارد الأولية والمعلومات من البيئة ثم تقوم المؤسسات بتحويل تلك الموارد في شكل السلع أو تقديم خدمات.

المطلب الثاني: مفاهيم حول حجم المؤسسة

إن موضوع حجم المؤسسة مزال موضع جدل كبير بين الباحثين على الرغم من دوره الفعال في تحقيق أو بلوغ أهداف والاستراتيجيات الموضوعة من طرف المسيرين في المؤسسة، إذ أن كافة القرارات داخلها تتأثر به.

أولا: تعريف حجم المؤسسة

لم يعطى لهذا المصطلح تعريف محدد فكل باحث أو كاتب ينظر له من زاوية مختلفة تتوافق مع دراسته المنجزة ومن بين تعاريف حجم المؤسسة نذكر مايلي:

يعرف حجم المؤسسة على أنه: «مجموعة الأفراد العاملين في المؤسسة والمعبر عن قدرتها وقوتها المادية ويختلف حسب اختلاف طبيعة المؤسسات ومجال نشاطه»(داودي، 2020،ص 206).

كما يعرف على أنه: «هو أحد العوامل الحاسمة في تحقيق كفاءة المؤسسة، والذي يشير إلى حجم العمليات التجارية الذي يحدد مستوى الإنتاج الأمر الذي يسمح بتوفيرها على نطاق واسع» **(Siddharthy, 2021)**

يعبر حجم المؤسسة عن: «مجموعة القدرات الانتاجية أو الإمكانيات التي تحظى بها المؤسسة أو مدى تنوع الخدمات التي يمكن أن توفرها المؤسسة بشكل متزامن لعملائها في كافة الأسواق التي تنشط فيها(**Abeyrathna & Priyadarshana, 2019, p. 561**).

وعليه يمكن اعتبار الحجم مفهوم متعدد الأبعاد ومن العناصر التي تحدد كفاءة المؤسسة وقدراتها الانتاجية ومختلف عملياتها التي تحدد طبيعتها وتصنيفها حسب عدة عوامل.

ثانيا: العوامل المحددة لحجم المؤسسة

من بين العوامل التي تحدد حجم المؤسسة نذكر الآتي(**iedunote, 2021**)

- **طبيعة العمل:** يعتمد الحجم كثيرا على طبيعة العمل والمقصود به نظام الامتيازات، أي كلما كانت المؤسسة تمنح عوائد مرتفعة إلى عمالها فإنها سوف تتطور بسرعة، وكلما كانت تمنح نفس العوائد فإنها ستبقى راكدة.
- **طبيعة الانتاج:** كلما كان حجم الانتاج قليل كلما دل ذلك على صغر المؤسسة والعكس إذ كان معقد هنا تكون المؤسسة كبيرة.
- **رأس المال العامل:** كلما استطاعت المؤسسة رفع في رأس المال العامل يمكن قول عنها أنها كبيرة والعكس إذا كان صغير دل على حجم صغير.
- **حجم السوق:** إذا كان حجم المبيعات كبير في السوق كانت المؤسسة كبيرة.
- **جودة الإدارة:** تؤثر نزاهة الإدارة في الحجم إلى حد كبير، إذا كانت الإدارة مؤهلة للأعمال المعقدة والأعمال الحديثة هذا يدل على أن المؤسسة يمكن أن تكون كبيرة.
- **عدد الأفراد العاملين:** يحدد عدد الأفراد العاملين داخل أي مؤسسة حجمها وهنا يتم مقارنة الأجور المدفوعة للمستخدمين مع مؤسسات أخرى ناشطة في نفس المجال المتماثل، كما هو الحال بالنسبة للمواد المستعملة كذلك.
- **حجم الأصول:** يعتبر كذلك مقياس يعبر عن حجم أي مؤسسة فكلما كان عدد الأصول كبير دل ذلك على كبر حجم المؤسسة.

ثالثا: تصنيف المؤسسة حسب الحجم

قبل التطرق إلى تصنيف المؤسسة حسب الحجم لابد من ايجاز التصنيفات الأخرى إذ تصنف المؤسسة إلى حسب المعيار القانوني إلى مؤسسات خاصة ومؤسسات عامة، أما حسب التصنيف الاقتصادي الذي يصنفها حسب القطاعات التي تنتمي إليها المؤسسة .

وعليه يمكن القول أن من بين أهم المعايير التي تصنف المؤسسة حسب الحجم هو عدد العمال حيث تميز خمسة أنواع من المؤسسات وهي (حروش، 2013، ص 36):

- من 0 إلى 9 عمال: مؤسسات مصغرة.
- من 9 إلى 49 عامل: مؤسسات صغيرة.
- من 50 إلى 499 عامل: مؤسسات متوسطة.
- من 500 إلى 999 عامل: مؤسسات كبيرة.
- أكثر من 1000 عامل: مؤسسات كبيرة جدا.

لكن للاتحاد الأوربي تصنيف أخر للمؤسسات حسب الحجم والملخص في الجدول التالي:

جدول رقم (1-1): تصنيفات الاتحاد الأوربي للمؤسسة وفق لحجم الأصول ورأس المال وعدد الموظفين

التصنيف	كبيرة	متوسطة	صغيرة
حجم الأصول	أكبر من 50 مليون أورو	من 10 إلى 50 مليون أورو	أقل من 10 مليون أورو
عدد العمال	أكبر من 249 عامل	من 50 إلى 249 عامل	أقل من 50 عامل
رأس المال	أكبر من 43 مليون آورو	من 10 إلى 43 مليون أورو	أقل من 10 مليون أورو

Source : (Business size and growth, 2021 https://assets.pearsonglobalschools.com/asset_mgr/current/201214/BusinessStudiesChapter3.pdf).

رابعا: أسباب الحاجة لزيادة الحجم

قدم **(Daft)** عام 1992 مبرات قوية لزيادة حجم المؤسسات مع مرور الزمن نذكر منها**(علي مسلم، 2020، ص 68):**

- إن النمو في الحجم يعتبر من بين الأهداف الاستراتيجية لكافة المؤسسات، فمعظمها تأمل في النمو السريع وترغب كذلك في الوصول إلى أكبر حجم ممكن من عمليات الإنتاج أو التعامل مع الغير.
- إن كبر حجم المؤسسات يعزز من قدرتها على جذب قيادات ذات مهارات عالية وذات كفاءات بالإضافة إلى جذب العمالة، وذلك بسبب أن حجم المؤسسات كبيرة لها قدرة عالية على تسديد الأجور المستخدمين في ميعادها وتقدم لهم ظروف عملية حسنة.
- إن الحجم الكبير للمؤسسات يوفر لها مزايا اقتصادية، فالحجم الكبير في الإنتاج يحافظ على حالة تشغيل اقتصادي وتحقيق وفورات في التكاليف الأمر الذي يمكنها من زيادة مركزها التنافسي في السوق.

وعليه يمكن القول أن كبر حجم أي مؤسسة لا يأتي قبيل الصدفة وإنما بفعل فاعل منها قرارات استراتيجية هادفة، إذ أن هذا الأخير يوفر للمؤسسة مزايا اقتصادية كبيرة منها تأمين مداخلاتها ومخرجاتها بالإضافة إلى تعزيز قدرتها على الاستجابة للتغيرات البيئة الخارجية، لذلك يجب أن تدرك المؤسسات أن لكل حجم خصائص معينة يجب أن تأخذ في الحسبان من طرف مسيري هذه المؤسسات بهدف تحديد نوع الحجم المراد بلوغه، وعند المقارنة بين هذه الأحجام نجد أن المؤسسات المتوسطة والصغيرة تتميز بـــ **(حريم، 2009، ص 165):**

- بدرجة متدنية من التمايز الأفقي والرأسي والجغرافي، وبدرجة منخفضة من الرسمية و درجة كبيرة من المركزية.
- تعمل على تشجيع الإبداع بين الأفراد داخلها.
- الصراعات داخل المؤسسات الصغيرة يكون محدود وهذا أن الحجم الصغير يساعد على الاتصال بين الأفراد ويقلل احتمالات تعارض الأهداف.
- ثقافتها حديثة لا تحتاج إلى تغيير وذلك بسبب أن المؤسسات الصغيرة لها عمر قصير وثقافتها تكون مرسخة لدى الزبائن.

أما المؤسسات الكبيرة تتميز عن المؤسسات سابقة الذكر بـــ**(عبد الهادي، 2020، ص 66):**

- النمطية: فالمؤسسات كبيرة الحجم غالبا ما تعمل في أسواق مستقرة نسبيا ولذلك فإنها تميل إلى استخدام درجة أعلى من الألية وإنتاج منتجات أكثر تعقيدا ونمطية.
- قوة العلاقات بين المؤسسة وأطراف التعامل في البيئة الخارجية، فالمؤسسات كبيرة لها القدرة على أن تنمي علاقاتها مع الموردين والعملاء مما يجعل بيئتها أكثر استقرارا وثباتا.
- الهيكل الذي يمكن أن يناسب المؤسسات الكبيرة هو الهيكل الميكانيكي الذي يسمح لها بالسيطرة على عدد كبير من العاملين والإداريين، كما قد تتجه هذه المؤسسات إلى تطبيق المفاهيم البيروقراطية من خلال وضع مزيد من القواعد واللوائح المنظمة للعمل بغرض إحكام عمليات الرقابة الداخلية.

المطلب الثالث: المقاربات النظرية لحجم المؤسسة

وردت بعض من النظريات التي اهتمت بمصطلح الحجم سواء في الأسواق أو المؤسسات بطريقة غير مباشرة باعتبار السوق تكونه مجموعة من المؤسسات ومن بين هذه النظريات نجد:

أولا: النظرية التكنولوجية

فهي تعود إلى أعمال"Adam Smith" عام 1776 وهذا من خلال دراسته لحجم السوق كمحدد لمدى التخصص في السوق، وهذا ما أشار إليه "Becker et Murphy" عام 1992 بطريقة غير مباشرة ولكن أشار كذلك إلى أن تكاليف التنسيق هي المحدد الرئيسي لحجم السوق، ولعل أهم صياغة لهذه النظرية كانت من طرف "Lucas" عام 1974 الذي أشار إلى أن نصيب الفرد من رأس المال له تأثير إيجابي على الحجم، ومن المتوقع أن تكون كثافة رأس المال التي يتم استبدالها بالاستثمار أو كثافة البحث والتطوير لها تأثير كبير على الحجم**(Krishna et al., 2001, p. 3-4)**.

ثانيا: النظرية التنظيمية

تشمل كلمة تكلفة الوكالة، تكلفة الصفقات، تكلفة الموارد الحرجة، والكفاءة، تكاليف التحكم، حيث أشار كل من "Jensen et Meckling" عام 1976 إلى أن تكاليف الوكالة والتعاقدات لا تأثر على حجم المؤسسة، وهو ما أكده"Grossman et Hart"عام 1986 وأضاف كذلك أن تكاليف التحكم لا تؤثر على حجم المؤسسة وهذا لأن هذه التكاليف كان سببها التخطيط و المراقبة وانجاز المهام، ولكن حسب ما تطرق إليه "Hart et Moore"عام 1990 هو أن تكاليف الموارد لها تأثير إيجابي على حجم المؤسسات لأن هذه الأخيرة عندما تعتمد على التنويع في الموارد المستعملة تميل لأن

تكون مؤسسات كبيرة الحجم وهذا ما أكده "Rajan, Zingales, kumar" عام 2001، وهذا بسبب أن المؤسسات التي تميل إلى تحسين مواردها فهي تعتبر مؤسسات كبيرة(**John et al., 2010, p. 9**).

وتجدر الاشارة إلى أن الكفاءات يمكن أن تكون تقنيات جديدة في الانتاج، مهارات التسويق، البحث والتطوير، كل ذلك له تأثير على المؤسسة في البقاء والاستمرارية وكسب العوائد.

بالإضافة إلى ما سبق هناك عوامل أخرى لها علاقة بالحجم نذكرها كمايلي:

1. العلاقة بين الحجم والمركزية

من الصعوبة والمستحيل إدارة كل الأمور في المؤسسة من قمة الهرم، وذلك بسبب كون بعض من الأمور تحدث في مستويات الدنيا من الإدارة ويصعب الاحاطة بها من طرف الإدارة المركزية وهذا لكون المؤسسات الكبيرة تحتاج إلى اللامركزية والتفويض من قبل الإدارة العليا للمشاركة في اتخاذ القرارات من قبل الإدارة الدنيا(**السالم، تصميم المنظمة وتحليلها، 2018، ص 148**).

2. العلاقة بين الحجم والرسمية

هناك علاقة منطقية بين الرسمية و الحجم حيث تحاول الإدارة السيطرة على سلوك العاملين من خلال القواعد الرسمية، والجدير بالذكر أن القواعد والاشراف كلاهما وسائل للسيطرة فإن كانت القواعد تحكمها ألية والإشراف جهد إنساني يحتاج لأنشطة عدة، وبالتالي يكون للحجم تأثير كبير في الرسمية (**عبد الله، 2014، ص 77**).

3. العلاقة بين الحجم والتعقيد

وجدت دراسات عديدة أن هناك علاقة بين التعقيد والحجم، فهو عامل أساسي في تحقيق التغيير في هيكل المنظمة أفقيا وعموديا، ولكن هذا التأثير متبادل فالتعقيد كذلك له أثر في زيادة الحجم أيضا وهذا التأثير يختلف بحسب طبيعة عمل المؤسسة وعوائدها(**السالم، نظرية المنظمة الهيكل والتصميم، 2008، ص 91**).

4. درجة الآلية

كلما زاد حجم المؤسسة زاد الاعتماد على التجهيزات الألية للمكاتب مثل الحواسيب وغيرها من تكنولوجيات، وهذا بهدف استخدامها في اتخاذ القرارات الروتينية فيمكن ربط المؤسسات كبيرة الحجم بشبكة معلومات تمكنها من تطبيق اللامركزية في اتخاذ القرارات دون فقدانها لدور الرقابي على مستويات الإدارة الدنيا (**عبد الهادي، 2020، ص 69**).

بالإضافة إلى هذه العلاقات بين حجم المؤسسة وأبعاد هيكلها التنظيمي هناك تأثيرات أخرى أشار إليها "Hodge & Anthony" وهذه التأثيرات كالتالي**(حريم، 2009، ص 163–164):**

أ. الروتينية: تزداد هذي الأخيرة مع تزايد حجم المؤسسات وهذا لأن المؤسسات الكبيرة تميل إلى تطوير مجموعة من الإجراءات الروتينية لإنجاز الأعمال المختلفة في المؤسسة، خاصة الأعمال الاستغلالية منها.

ب. تفويض السلطة: إن زيادة حجم المؤسسة يؤدي إلى زيادة الأعباء الإدارية وهنا يحتاج المدير إلى مزيد من العاملين لمواجهة عبء العمل المتزايد، وكذلك تفويض جزء من مسؤولياته وسلطاته إلى بعض المرؤوسين، وهذا ما تزداد معها الحاجة إلى التنسيق والمراقبة للتحقق من إنجاز هذه المسؤوليات بنجاح.

ج. انحسار مشاركة المدير التنفيذي: مع تزايد حجم المؤسسة يجد المدير التنفيذي نفسه مضطرا إلى مزيد من التفويض للمستويات الأدنى، مما يجعله أقل مشاركة في الأعمال التشغيلية، وحتى لو أراد أن يحيط علما بهذه الأعمال لا وجد نفسه قد ارتكب أخطاء بسبب تخصيص وقته المحدود لمثل هذه الأمور التي يمكن تفويضها وبدل ذلك يركز وقته على القرارات للمؤسسة خاصة إذا كانت في مرحلة الهامة النمو.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

يعتبر التمويل من المواضيع التي لقيت رواج كبير في مجال الإدارة المالية وعنصر مهم من أجل استمرارية أي مؤسسة وقدرتها على مواجهة التحديات التي تتعرض لها، وهذا ما يفرض على المسير ضمان التمويل اللازم من خلال اختيار المزيج الأمثل وتشكيل ما يعرف بالهيكل المالي الذي يلعب دور هام في العمليات المالية والذي يرتبط بالأهداف الرئيسية للإدارة المالية، إذا أن الهيكل المالي ظهر بشكل علمي بداية الخمسينيات جراء ظهور أول نظرية مالية في هذا المجال والتي تعرف بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، إذ أن تكوين هذا الأخير يعد من بين أهم القرارات التي تتطلب إعادة النظر حسب الظروف والعوامل المحيطة بالمؤسسة داخليا وخارجيا وهذا ما سوف يتم تبيانه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: التمويل

إن وظيفة التمويل تتمثل في البحث عن مختلف مصادر التمويل المتاحة واختيار أنسبها وهذا بهدف تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي، وهي مهمة بالغة التعقيد في الواقع العملي خاصة في المؤسسات الكبيرة، وكل ذلك يتطلب كفاءة إدارية في المفاضلة بين مختلف المصادر المتاحة.

أولا: تعريف التمويل

التمويل يعد النواة الأساسية التي تعتمد عليه المؤسسات بغية توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد ما عليها من مستحقات، أي الحصول على الأموال بعرض تطوير مشروع عام أو خاص كل ذلك بهدف تعظيم قيمة المؤسسة واستمراريتها، ومن التعاريف نذكر مايلي:

التمويل يتمثل في: «مختلف الاجراءات والوسائل التي تمكن الفرد أو المؤسسة أو الدولة من الحصول على الأموال الازمة لتمويل مختلف الأنشطة سواء كان ذلك من مصادر داخلية أو خارجية»(غربي وبراق، 2018، ص 20).

كما يمكن القول أن التمويل: «عبارة عن عملية مرتبطة بالنشاط المالي تشمل الأنشطة الاستثمارية أو الحصول على المواد الأولية بهدف عملية الانتاج أو توفير الأموال لغرض معين»(الكردي، 2023، ص 9).

كما يقصد به: «توفير الأموال اللازمة لتغطية كلفة معينة رأسمالية أو تشغيلية، فأي موجود تقتنيه المؤسسة له تكلفة رأسمالية بحاجة إلى تمويل معين يلائمه في الآجال» **(سرمد، 2017، ص 170)**.

وعليه نعرف التمويل على أنه توفير الأموال في أي وقت تكون المؤسسة بحاجة إليه لغرض استثماري معين يلائمه في الأجل، أي تمويل المشاريع طويلة الأجل بمصادر تمويلية تلائمها في الأجل، أو تكوين رؤوس أموال جديدة مستديمة.

ثانيا: دوافع التمويل

الهدف الأسمى لأي مؤسسة يتمثل في تعظيم قيمتها واستمرارها ونموها بالإضافة إلى جملة من الأهداف المرجوة من التمويل تتمثل في **(الفاتح، 2016، ص 19–20):**

- استغلال الموارد التي تم الحصول عليها استغلال عقلاني بشكل يؤدي إلى زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلى الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلى قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها على الأموال واختيار أفضلها.
- تحقيق أقصى عائد للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار المؤسسة في الأسواق المالية.
- تحقيق أقصى ربح وذلك بزيادة الربح الاجمالي للمؤسسة.
- توسيع وتضخيم المؤسسة وتحقيق القيمة القصوى للمؤسسة من ناحية الإجمالية.
- تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع.
- تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة على إبقاء واستمرارية المؤسسة مع الرضى الفردي والجماعي.
- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف، أي التمويل الذي يؤدي استخدامه إلى تحقيق إيراد إضافي.
- تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلى المؤسسة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل.
- القدرة على اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانيات التمويلية المتاحة في المؤسسات الانتاجية والخدمية.

ثالثا: أهمية التمويل

التمويل هو الدورة الدموية لأي مؤسسة من خلاله تحقق أهدافها التشغيلية والاستراتيجية المستهدفة من قبلها، إذ أنه يساعد على القيام بالأعمال التي تحقق النمو، فالمؤسسات تستثمر من أجل الحصول على العوائد وتعظيم قيمتها، وبما أن هناك فارق زمني بين القيام بالاستثمارات والحصول على العوائد فالمؤسسات تحتاج إلى تمويل للتغلب على هذا الفارق الزمني**(شيخة، 2021، ص 14).**

بالإضافة إلى أن التمويل:**(معراج وحاج، 2013، ص 16):**

- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة بغية اقتناء أو استبدال الأصول.
- التمويل يمكن اعتباره وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الافلاس والتصفية.
- تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعيا.
- الحصول على الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المؤسسة وهي استثمار النقدية وحسابات القبض والمعدات وذلك لزيادة الاستثمار في أحد الأصول وتقليله في أصل أخر أو زيادة أحد الخصوم.

رابعا: سياسات التمويل

هناك مجموعة من السياسات التمويلية التي تتبعها المؤسسة في تحديد المزيج التمويلي طبقا لعلاقة العائد بالمخاطرة ومقدار السيولة المتوفر وتوجد ثلاث مداخل أو سياسات المتمثلة في: **(كاظم جليل، 2014، ص 240–242).**

- **المدخل المحافظ:** وفق هذا المدخل يتم تمويل الأصول الغير جارية بمصادر طويلة الاجل، والأصول الجارية يتم تمويلها بمصادر قصيرة الأجل، وكل ذلك بهدف تخفيض مخاطر العسر المالي.
- **المدخل المعتدل:** وفق هذا المدخل يتم التركيز على تكييف الخطة المالية مع العمر الافتراضي للأصول، إذ يتم تمويل كل الأصول الجارية الدائمة والغير جارية بمصادر تمويل طويلة الأجل، أما الأصول الجارية المؤقتة فتمول بواسطة مصادر تمويل قصيرة الأجل.

- **المدخل المجازف:** على أساس هذا المدخل يتم تمويل كل الأصول غير الجارية وجزء من الأصول الجارية الدائمة بتمويل طويل الأجل، والجزء الأخر من الأصول الجارية فيتم تمويلها بمصادر تمويلية قصيرة الأجل.

المطلب الثاني: الهيكل المالي

قبل التطرق إلى سرد تعريف للهيكل المالي لابد من توضيح بعض الفروق بين هيكل رأس المال وهيكل الأصول والهيكل المالي الذي يعد هو الأشمل من هيكل رأس المال فهو جزء منه يتكون من جميع مصادر التمويل طويلة الأجل على عكس الهيكل المالي الذي يتكون من مصادر طويلة وقصيرة الأجل، اما هيكل الأصول يتكون من الأصول الثابتة والمتداولة التي تمارس بها المؤسسة أنشطتها ويتم تمويلها بالمصادر الموجودة في الهيكل المالي.

أولا: مفهوم الهيكل المالي

هناك عدة تعريفات للهيكل المالي نذكرها كالتالي:

يشير الهيكل المالي إلى: «توليفة الأموال التي تشكل رأس المال المؤسسة وتشمل القروض والأموال الخاصة، أي مصادر طويلة وقصيرة الأجل»**(Karunakar, 2006, p. 237).**

يقصد به: «التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية وجميع أنواع الائتمان قصير الأجل» **(النجار، أساسيات الإدارة المالية، 2008، ص 393).**

يشير إلى: «المزيج التمويلي بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة والديون قصيرة الأجل في تمويل أصول المؤسسة» **(Zane et al., 2003, p. 2).**

وعليه يمكن القول أن الهيكل المالي هو الصورة الموضحة لمصادر التمويل المتنوعة التي تستخدمها المؤسسة في تمويل أصولها بشكل كامل والمتمثلة في الجزء الأيسر من الميزانية الذي يحقق التوازن والتوافق من حيث درجات الاستحقاق.

مما سبق ذكره يمكن القول أن الهيكل المالي خطة تمويلية تتكون من عدة مصادر مالية طويلة وقصيرة الأجل تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، ولتحقيق ذلك لابد من توفر الميزات التالية**(سمير محمد، 2006، ص 206):**

- **الربحية:** لابد للهيكل المالي المختار من قبل المسيرين أن يعود بالنفع على المؤسسة.

- **القدرة على الوفاء بالدين:** يجب أن يكون الاقتراض في الحدود المثلى لكي لا يؤثر بالسلب على المؤسسة وتجنب المخاطرة.
- **المرونة:** يجب على الهيكل المالي المختار أن لا يتصف بالجمود وإنما لابد أن يتمتع بمصادر مالية متنوعة وامكانية تعديله حسب التغيرات وبأقل تكلفة ممكنة.
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على ادارة المؤسسة.

المعروف أن المدير المالي الذي يقرر المزيج التمويلي الأنسب من المصادر الداخلية والخارجية من حقوق ملكية أو ديون وهيكلتها في الهيكل المالي الذي من أهدافه مايلي **(Brian, 2006, p. 1)**

- ضمان توفير الأموال اللازمة لتمويل نمو المؤسسة وتطورها.
- تقليل من تكلفة التمويل من خلال المزيج التمويلي الذي يتكون منه.
- تحديد مقدار الديون المعتمد عليها في التمويل وأخذ كل التدابير اللازمة لمواجهة أي خطر محتمل من الاستدانة.
- ضمان توفير الأموال اللازمة للوفاء بالالتزامات في ميعاد استحقاقها وأن عملية إعادة التمويل تكون متاحة إن لزم الأمر.

ثانيا: محددات هيكل المالي

تدخل عدة عوامل في عملية اختيار الهيكل المالي، وعلى المدير المالي أن يأخذها في الحسبان عند عملية اختيار الهيكل المراد الاعتماد عليه في المؤسسة ومن بين هذي العوامل نذكر مايلي:

1. هيكل الأصول

يمكن تفسيرها على أنها مقياس لضمان مستوى الأمان الممنوح من طرف أي مؤسسة لمدينيها، فهي قابلة لتصفية في حالة إفلاس المؤسسة، فإذا كان حجم الأصول منخفض هذا يدل على أن مستوى الأمان يكون منخفض بالنسبة لأصحاب الديون، وأثر هذه الاصول على الهيكل المالي يكون من خلال تقليل خطورة الديون، وعلى هذا الأساس جادل كل من " Masulis Jomsen & Meckling" بأن حاملي الأسهم في المؤسسات ذات الروافع المرتفعة (استخدام ديون بشكل كبير) تكون عرضة للإفراط في الاستثمار والأمر الذي يؤدي إلى صراع بين حملة الاسهم وأصحاب

الديون، فالأولوية تكون لأصحاب الديون في حالة إفلاس المؤسسة، وكلما كانت الأصول كبيرة كلما كانت وسيلة الأمان مرتفعة بالنسبة للأصحاب الديون حسب نظرية المفاضلة. **(Kent & Gerald, 2011, p. 24)**

إذ أن أنواع الأصول تحدد نوعية مصدر التمويل المراد الاعتماد عليه مع ضرورة احترام قاعدة التوازن المالي أي أن الأصول غير الجارية تمول بواسطة الأموال الدائمة، والأصول الجارية تمول بواسطة خصوم الجارية في الجانب الأيسر من الميزانية المالية.

وهذا ما أشارت إليه دراسة "Balakrishan & Fox" سنة 1993 أن أهمية الأصول تكمن في تحديد الهيكل المالي وهذا بناء على دراسة تطبيقية على 295 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة الممتدة من 1978 إلى 1987، وكانت نتائجها أن درجة الأصول تؤثر على تحديد الهيكل المالي في الشركات محل الدراسة وهذا مرتبط بسمعة الشركة في سوق رأس المال، أي وجود علاقة بين هيكل الأصول والهيكل المالي وذلك كلما تنوعت الأصول في هذه الشركات كانت قادرة على الاقتراض بسلاسة كبيرة، وهذا لكونها تملك وسيلة أمان للوفاء بهذه الديون في ميعاد استحقاقها أو في حالة إفلاس هذه الشركات عن طريق تحويل الأصول لسيولة**(Gregor, 2008, p. 88)**.

2. حجم المؤسسة

نميز بين احتمالين اثنين لتأثير حجم المؤسسة على الهيكل المالي، وهذا من ناحية أنه قد لا تتمتع المؤسسات المتوسطة والصغيرة بأموال خاصة وبتالي تعتمد على ديون قصيرة الأجل، على عكس المؤسسات الكبرى التي لها ميزة الوصول الميسور إلى أسواق رأس المال بالإضافة 'لى زيادة احتياجات المالية ، وهنا قد تلجأ إلى مصادر خارجية مثل البنوك وهذا لكون هذي الأخيرة لا تفرض قيود على المؤسسات الكبيرة بسبب أنها تملك هيكل أصول متنوع على عكس المؤسسات المتوسطة والصغيرة**(Parter & Eckehardt, 2001, p. 622)**.

وعليه يمكن القول أن الهيكل المالي للمؤسسات الكبيرة يختلف عن المؤسسات المتوسطة والصغيرة وهذا بسبب كون المؤسسات الكبرى متعددة الأنشطة وتحتاج إلى مصادر تمويلية متعددة، كما يختلف من مرحلة الانطلاق أي بداية المؤسسة في نشاطها مرورا بمرحلة النمو والنضج والتي تكون الاحتياجات فيها مرتفعة، كما تكون قد ضمنت السمعة المالية ولها مردودية معتبرة مما يدفعها إلى استخدام جزء متوسط من التمويل قصير الأجل لتمويل دورة الاستغلال وجزء أقل من ديون طويلة الأجل لتمويل تطوير منتج أو التوسع في الأسواق بما أنها في مرحلة النضج، على عكس

مرحلة الانحدار التي تكون فيها المؤسسة في حالة تراجع في نشاطها وهنا تعتمد بشكل كبير على المؤسسات المالية لتمويل نشاطها.

وحسب دراسة كل من "Jensen & Meckling" سنة 1976 و دراسة Myers سنة 1977، التي كان مفادها أن المدراء المالين في المؤسسات التي تعتمد على الرافعة المالية بصفة غالبة لديهم حوافز كبيرة لاستبدال الأصول بدل الاستثمار وهذا راجع إلى تكلفة الوكالة المرتبطة بالديون والتي تكون مرتفعة في المؤسسات ذات فرص نمو كبيرة، فحسب نظرية المقايضة أن المؤسسات التي تمتلك فرص استثمارية مرتفعة تلجأ إلى الرفع المالي بصفة متدنية لأن لديها بدائل أخرى لتجنب نقص الاستثمار واستبدال الأصول الذي يمكن أن ينشأ بسبب تكلفة الوكالة الناشئة عن صراع حاملي الأسهم وهذا ما أكدته دراسة **Jensen** سنة **(Kent & Gerald, 2011, p. 25)**.

3. الربحية

في دراسة "Myers" عام 1984 التي كان مفادها أن الربحية لها علاقة سلبية مع الهيكل المالي وهذا لكون أن المؤسسات تفضل استخدام التمويل الداخلي أولا ثم التمويل الخارجي من ديون وإصدار أسهم جديدة في الأخير حسب نظرية الترتيب، ويمكن إيعاز ذلك إلى أن المؤسسات التي تحقق ربحية مرتفعة خلال السنة المالية تكون لديها أرباح محتجزة مرتفعة وبتالي يكون التمويل الداخلي فيها مرجح للاستخدام عكس المؤسسات التي لم تحقق أرباح هنا تفضل الاعتماد على التمويل الخارجي**(Jiang, 2009, p. 29)** .

لكن من وجهة نظر أخرى يمكن القول أن المؤسسات التي تحقق ربحية مرتفعة لها الأفضلية كذلك في الحصول على ديون خارجية من قروض واستخدامها في التمويل بهدف الاستفادة من ميزة الوفر الضريبي.

4. التحكم والسيطرة

تؤثر الديون على مركز وقدرة الادارة في الرقابة على الهيكل المالي مقارنة بتأثير التمويل الممتلك وهذا إذا كانت للإدارة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أسهم إضافية، وعليه سوف تفضل الاعتماد على الاقتراض كوسيلة تمويل بدل إصدار أسهم جديدة لكي تتفادى فقدان السيطرة على المؤسسة ولكن إذا كانت المؤسسة في حالة ضعف فإنه في هذي الحالة سوف تلجأ إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة بسبب ضعف مركزها المالي،

ولو لجأت إلى الاقتراض فإنها سوف تتعرض إلى حالة عدم الوفاء بالديون مما يوقعها في مشكلة الإفلاس (غربي وبراق، 2018، ص127).

ويمكن الإشارة إلى أن استخدام التمويل الذاتي بصفة غالبة قد تؤدي إلى خطر الاستحواذ والاستلاء على المؤسسة من قبل المستثمرين الأخرين ولهذا لابد من مزيج تمويلي للتفادي السيطرة والتحكم.

5. التدفقات النقدية

تواجه المؤسسات مشكلة كبيرة في تحديد الهيكل المالي بسبب التقلب في تدفقاتها المالية مما يشكل أزمة لدى هذه المؤسسات، إذ تشير نظرية المقايضة إلى وجود علاقة سلبية بين التدفق النقدي المتقلب والرافعة المالية وهذا ما أثبته كل من "Angelo & Masulis" سنة 1980 في دراستهم التي مفادها أن المستثمرون لا يمتلكون سوى القليل من القدرة على التنبؤ بدقة الأرباح المستقبلية وذلك بسبب قلة المعلومات المتاحة لديهم عن المؤسسات التي تمتلك تقلبات عالية في الارباح، حيث وصفوا هذه الشركات بالليمون من نظرة السوق لها أي من شدة الأرباح المحققة تكون علاوة تقديم الديون مرتفعة، وعليه تأثير التدفقات النقدية المتقلبة على الهيكل المالي يظهر من خلال الاعتماد على الرافعة المالية بصفة منخفضة(**Kent & Gerald, 2011, p. 26**).

6. الملائمة

مفادها احترام قاعدة التوازن المالي والتي يقصد بها تمويل الأصول الغير جارية بمصادر تمويل طويلة الأجل مثل القروض وأموال الملكية، أما الأصول الجارية لابد أن تمول بالخصوم الجارية مثل الائتمان التجاري، والسبب في ذلك هو أن الأصول الغير جارية تستمر لمدة طويلة قبل اهتلاكها وأن الأموال المتأتية من هذا الاهتلاك يمكن أن يستخدم على مر الزمن في استرداد الأموال المستثمرة فيها ومن غير الحكمة أن تمول هذه الأصول من مصادر تمويل قصيرة الأجل التي تسترجع بصفة سريعة من معدل الحصول على التدفقات النقدية، ولو تم تمويل الاصول الجارية بموارد طويلة الاجل هنا في هذه الحالة يجد مسيري المؤسسة أنفسهم أمام فوائض نقدية وبالتالي فرص بديلة للاستثمار، وأن مستوى المخزون والذمم المدينة في أدنى مستوياتها ودفع فوائد القروض لم تستغل (عبد القادر وآخرون، 2017، ص 446).

7. التوقيت

لعامل التوقيت ارتباط وثيق بالمرونة وذلك عند تحديد الأموال المستخدمة فالأثار الهامة لعامل المرونة هو القدرة على الاستفادة من الفرص المتاحة التي قد تمكن من تخفيض تكلفة الأموال المقترضة والملكية إلى الحد الأدنى بسبب السرعة في الحصول عليها في ميعادها، ولابد من الإشارة إلى عامل التوقيت يرتبط بدرجة كبيرة مع الاحتياجات المالية والقيود المنصوص عليها مع أصحاب الديون وحملة الأسهم(أحمد توفيق، 1987، ص 326).

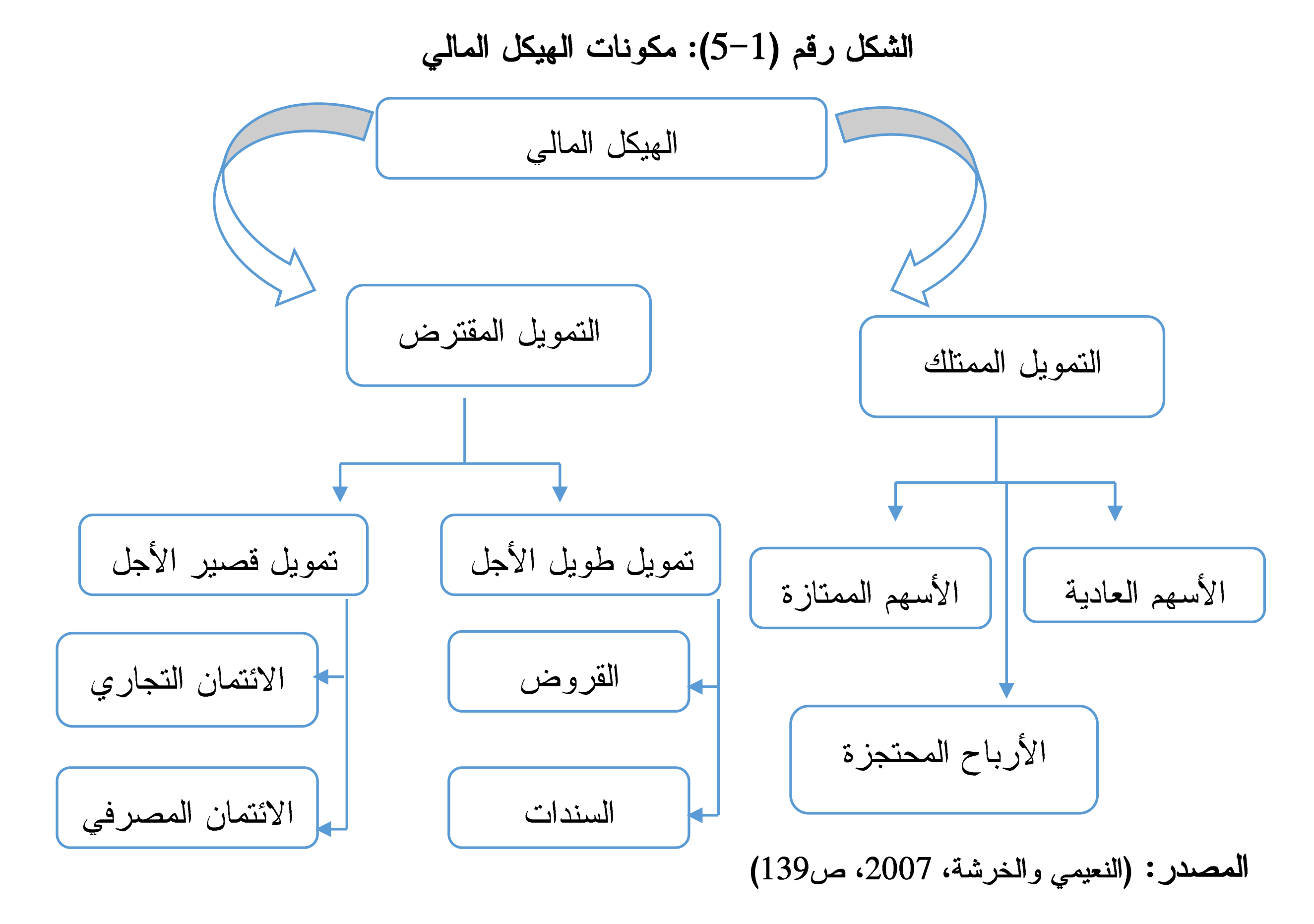
8. الخطر

ينظر لهذا الأخير في مجال المالية من زاويتين أولها خطر تشغيلي والذي يرتبط بطبيعة الأعمال الممارسة من طرف المؤسسات والظروف الاقتصادية التي تعمل في إطارها، هنا وجب على مسيري المؤسسات الاعتماد على رأس مال المؤسسة في حالة ارتفاع مخاطر التشغيل وتفادي اللجوء إلى المديونية بسبب التذبذب في حجم نشاطها الأمر الذي قد يؤدي إلى تأثر قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها تجاه الغير وهذا ما يسبب خطر الافلاس، أما الزاوية الثانية تتمثل في خطر التمويل الذي ينجم عن زيادة حجم الديون المستخدم في تمويل نشاط المؤسسة مما يسبب بضائقة مالية الناجمة عن زيادة أعباء هذه الديون(الراوي وآخرون، 2002، ص 23).

المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

إن حاجة المؤسسة لتمويل استثماراتها يمكنها من توفيرها من مصادر داخلية اما عن طريق احتجاز كل أو جزء من الأرباح المحققة خلال السنة المالية السابقة، كما يمكنها الاستعانة بمصادر خارجية عن طريق اللجوء إلى القروض وذلك باحترام قاعدة التوازن المالي وهذا ما سيبينه الشكل التالي الذي يوضح مصادر التمويل التي يمكن المؤسسة من تشكيل مزيج تمويلي.

الشكل رقم (1-5): مكونات الهيكل المالي



المصدر: (النعيمي والخرشة، 2007، ص139)

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى وكذلك نوعية المصادر المستخدمة فيه حسب عدة عوامل التي التطرق إليها في العناصر السابقة، فالمؤسسات مهما كان حجمها فهي تتطلب رأس مال لبدء نشاطها، هنا يقوم المدير المالي بإعداد الهيكل المالي الذي يتكون من مصدرين هما التمويل بمصادر المملوكة والتمويل بمصادر المقترضة، وللمفاضلة بين هذين المصدرين أيهما أنسب للتمويل هنا تظهر خبرة المديرين الماليين للمؤسسات للمفاضلة بين هذه المصادر، أي عندما تحتفظ المؤسسات بالأرباح فإنها تلجأ إلى استخدام الاقتراض الإضافي بهدف المحافظة على نسبة الديون إلى الأموال الخاصة واستخدام الديون بنوعيها القصير والطويل لتحقيق القاعدة التي مفادها تمويل الطويل بالطويل والقصير بالقصير كل هذا لتفادي خطر الافلاس وتعظيم قيمة المؤسسة.

وهذا يدل على أن التمويل هو شريان المؤسسة بدونه لا يمكن قيام أي مؤسسة بنشاطها في مختلف دوراتها والتي تتطلب ترتيب التمويل لكل قسم من أقسام المؤسسة وهنا على المدير المالي أن يختار بعناية نوعية التمويل اللازم لكل قسم والذي يختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسات والمستخدم في شراء الأصول اللازمة لقيام بنشاطها الاستغلالي وهذا يطلق عليه بالمتطلبات المالية طويلة الأجل أو النفقات الرأسمالية، أما المتطلبات قصيرة الأجل

التي تستخدم عادة بشكل دوري مثل شراء المواد الخام وتسديد الأجور والرواتب ملبية بذلك نفقات التشغيلية والتي يمكن التعبير عنها بالرأس المال العامل، وهنا تكون المؤسسات قد احترمت قاعدة التوازن المالي في تمويل أنشطتها(النعيمي والخرشة، 2007، ص 139).

وهذه المتطلبات تتكون من مصادر مختلفة التي تشير إلى كيفية قيام المؤسسات بتعبئة التمويل اللازم لهذه المتطلبات سواء كانت مؤسسة في مرحلة الانطلاق أو في باقي المراحل الأخرى من دورة حياة المؤسسة وهذه المصادر التمويلية يمكن تقسيمها حسب الأجل إلى:

أولا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

وهي الأموال التي يتم الحصول عليها من الغير في حدود سنة وتتمثل أهم مصادر تمويل قصير الأجل في مايلي:

1. الائتمان المصرفي

يتمثل في القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لمدة لا تزيد عن سنة ومقابل فوائد على هذه القروض على أن تقوم المؤسسة بسداد القرض مع فوائده في ميعاد استحقاقه، على أن تقوم المؤسسة باستخدام القروض استخداما جاريا أو قصير الأجل، وتستخدم لغرض معين ومحدد، وقد تكون في شكل اعتماد مفتوح أو قروض متجددة، أما القروض التي يطلب عليها البنك ضمان فقد يكون إما برهن بعض الموجودات الثابتة (الأصول غير جارية) وفي هذه الحالة يكون من حق المصرف بيعها للحصول على حقه في حالة عدم قدرة المؤسسة على سداد القرض مع فوائده، وقد يكون الضمان بأوراق القبض التي تودع لدى البنك كضمان لإستيفاء حقوقه (السنفي، 2013، ص 240).

2. الائتمان التجاري

إن المؤسسة تتبع سياسة البيع الآجل لزيادة مبيعاتها وأرباحها، فإنها كذلك تستفيد في مشترياتها من الائتمان التجاري الذي يقدمه الموردون والذي يظهر في الحسابات الدائنة في الميزانية المالية فهو يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، فالائتمان التجاري الذي يقدمه الموردون يعتبر مصدرا آليا للتمويل فإذا كان موردوا المؤسسة يقمون ببيعها مواد أولية بشروط بيع أجل معينة، وكانت المؤسسة تستفيد من هذا المصدر للتمويل فكلما كانت مبيعات المؤسسة كبيرة كلما زاد الاعتماد على هذا المصدر(الميداني، 2010، ص 482).

3. المتأخرات

يقصد بها تأخير قيام المؤسسة بدفع التزاماتها للغير دون الإساءة لسمعتها المالية، وتعد المتأخرات من مصادر التمويل قصيرة الأجل فهي تشمل الضرائب والأجور المستحقة وغير المدفوعة، فالمؤسسة قد تستفيد من هذه الأموال في تمويل عملياتها قصيرة الأجل، ويزداد حجم هذه الحسابات بصورة تلقائية مع زيادة أعمال المؤسسة ومبيعاتها، وهذا عندما تأخر المؤسسة دفع ضرائب أو أجور عمالها فإنها تحصل على حجم من الأموال تستطيع استعمالها في عملياتها(جليل كاظم، 2014، ص 295).

ثانيا: مصادر التمويل طويلة الأجل

تحصل المؤسسة على التمويل طويل الأجل من أجل تمويل الأصول غير جارية وجزء من الأصول الجارية ومن بين هذه المصادر نذكر مايلي:

1. الأرباح المحتجزة

هي ذلك الجزء من الفائض القابل لتوزيع الذي حققته المؤسسة من نشاطها خلال سنوات أو سنة جارية ولم يوزع في شكل توزيعات على المساهمين ويظهر ضمن الميزانية المالية للمؤسسة في جانب الخصوم، فبدل من توزيع الأرباح على المساهمين قد تقوم المؤسسة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في شكل احتياطي بغرض تحقيق هدف معين منها تغطية خسائر المؤسسة أو زيادة في رأس مال المؤسسة ويعرف بالاحتياط القانوني في حدود 5% من صافي الأرباح، بالإضافة إلى الأرباح المرحلة والتي يقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية والذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة الموالية وقد يستخدم هذا الفائض لمواجهة أي انخفاض قد يحدث في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على توزيع مناسب على حملة الأسهم(الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، 2017، ص 37–38).

2. الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة المصدرة لها مصدر من المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل الدائم وتعتمد المؤسسات المساهمة اعتمادا يكاد يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها، والسهم العادي يعد أداة ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية، فالقيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم المنصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فهي تمثل قيمة حقوق الملكية المقسوم على عدد الأسهم المصدرة، والقيمة السوقية تمثل

قيمة السهم في سوق المالي، كما أن حملة هذه الأسهم يتمتعون بمزايا وحقوق متعددة أهمها الاشتراك في الأرباح عند توزيعها وحق الأولوية في الاكتتاب والحصول على جزء من قيمة المؤسسة عند التصفية، فهذه الأسهم تمثل رأس المال المقدم من طرف الملاك عند التأسيس (دريد، إدارة مالية الشركات المتقدمة، 2016، ص 138).

3. الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز سند ملكية في المؤسسة طويل الأجل يختلف عن الأسهم العادية في كونه أقل انتشار عنها فالسهم الممتاز يحمل خاصية أموال الملكية والاقتراض فهو يأتي في المرتبة الثانية بعد الديون في الأولوية عند التصفية وبالتالي قبل المساهمين العاديين، وسبب إصدار المؤسسة هذا النوع من الأسهم هو رغبة منها في الحصول على مصدر تمويلي طويل الأجل بالإضافة إلى عدم الرغبة منها في إصدار أسهم عادية جديدة وهذا راجع لكون حامل السهم العادي له الأحقية في المشاركة في إدارة المؤسسة، على عكس حامل السهم الممتاز لا حق له في المشاركة في الإدارة (غربي وبراق، 2018، ص 49).

4. السندات

تعتبر السندات مصدر تمويلي طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند في ميعاد استحقاقه مع الفوائد السنوية المتفق عليها، حيث أن هذا النوع من التمويل يختلف عن القروض الأخرى بكونه يباع إلى فئات مختلفة من الجمهور العادي أو المؤسسات المالية، بينما القروض المصرفية يتم الحصول عليها من جهات محددة، اضافة لكون حامل السند له الحق في بيع السند إلى طرف أخر حسب رغبته (خان وغرايبية، 2007، ص 192).

ثالثا: مصادر حديثة للتمويل

بالإضافة إلى مصادر التمويل سالفة الذكر هناك بعض المصادر التمويلية التي لجأت إليها المؤسسات حديثا لتوفير احتياجاتها التمويلية نذكر منها:

1. التمويل بالاستئجار

طبقا للمعيار المحاسبي الدولي السابع عشر يعرف عقد الايجار على أنه:« ترتيب ينقل بموجبه المؤجر الحق في استخدام أصل لفترة زمنية متفق عليها مقابل دفعة أو سلسلة دفعات

تستحق على المستأجر» (ساحل، 2019، ص 80)، وقد تلجأ المؤسسات لمثل هذا التمويل بهدف رفع خطر التقادم التكنولوجي على كاهل مسيري المؤسسة، كما يمكن المؤسسة من اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية وذلك من خلال اختيار بين نوعين من الاستئجار وهما الاستئجار التشغيلي والأخر الاستئجار التمويلي، فالأول يرتبط بتأجير الخدمات أو الاستئجار مع تقديم خدمات أخرى وهنا تكون الشركة المؤجرة هي نفسها منتج الأصل محل الاهتمام وتتحمل المؤجر في هذه الحالة مسؤولية الصيانة، توريد قطع الغيار للمستأجر وتشمل جميع خدمات إعداد الأصل للتشغيل، كل ذلك من جانب المؤجر أما المستأجر ما عليه سوى دفع أقساط التأمين على الأصل ودفع الضرائب المفروضة على الأصل (علي محمود، 2019، ص 193)، أما النوع الثاني من الاستئجار فيتميز بأنه يتطلب إطفاء كامل قيمة الأصل خلال فترة العقد أي أن مجموع دفعات الايجار يجب أن تغطي كامل تكلفة الأصل للمؤجر، وبالتالي يمكن القول أن التأجير التمويلي أسلوب من أساليب التمويل يقوم بموجبه الممول(المؤجر) بالحصول على الأصل المراد الحصول عليه من قبل المستأجر مقابل دفع دفعات الإيجار في فترات متتابعة ومحددة مقابل استخدام هذا الأصل كما يحق للمستأجر أن يختار ما إذا أراد شراء هذا الأصل في نهاية فترة الإيجار مقابل ثمن متفق عليه أو تجديد عقد الإيجار وفق شروط جديدة متفق عليها أو إرجاع الأصل في نهاية المدة(عجيل كاظم، 2010، ص 50).

2. التمويل عن طريق عقد الفوترة

يكون عقد تحويل الفاتورة بين طرفين أحدهم المورد البائع للسلع والخدمات أو مؤسسة مالية متخصصة تسمى الفاكتور (**Factor**) تضمن التمويل وتقديم حماية ضد مخاطر عدم السداد من جهة ومن جهة أخرى يقوم الملتزم بتقديم الفواتير والسندات الناجمة عن بيع السلع أو الخدمات المقدمة من طرف العميل (**Oana Mihaela, 2012, p. 106**)، كما تعد وسيلة لتمويل المؤسسات التي تنفذ مبيعاتها على الحساب من خلال بيع أو تحصيل الفواتير لمؤسسة مالية مقابل الحصول على النقد الفوري، ولابد من الإشارة إلى أن أنها لا تعد قرض وليس تسديد للديون على الرغم من أنه يتيح التمويل لرأس المال العامل، أي أن المؤسسة المختصة تقوم بشراء الذمم المدينة مع تحمل مسؤولية قدرة العملاء على التسديد، وهذا يدل على أن الفوترة هي الخدمة المالية الشاملة التي تتضمن الحماية الائتمانية وحسابات التحصيل، حيث تتطلب عملية تحويل عقد الفاتورة إلى ثلاث

أطراف أولها التاجر أو الصانع لسلعة ما وهو الطرف الذي يمسك حسابات أوراق القبض المدينة التي يبيعها للمؤسسة المتخصصة في التمويل الفاكتور، والثاني هو عميل الطرف الأول الذي يقوم بشراء السلع ولم يدفع ثمنها فورا وانما قدم تعهد بتسديد المستحقات في ميعاد أخر، أما الطرف الثالث فهو متمثل في المؤسسة المتخصصة التي يعهد لها بهذا النشاط **(Leora, 2014, p. 3;** مليكاوي، 2019، ص 164-165) .

3. التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

تعود نشأة مصطلح رأس المال الخاطر إلى الجنرال الفرنسي "دوريو" الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر تحت اسم American research and development وهي متخصصة في تمويل المؤسسات الالكترونية الناشئة والتي استطاعت من خلال تلك المنشآت تجميع ما يقارب 2.5 مليار دولار ثم تضاعفت إلى 29 مليار دولار نهاية 1987، أما في أوروبا تأسست سنة 1983 جمعية أوروبية لرأس المال المخاطر، لتنتشر الفكرة في كل دول العالم وأصبحت وسيلة تمويلية مهمة جدا لها دور في دعم وتمويل المؤسسات الاقتصادية، كما يمكن القول أن رأس المال المخاطر تقنية خاصة في التمويل لا تقوم على تقديم النقد فحسب بل تقدم مساعدات لإدارة المؤسسة بما يحقق تطورها إذ يمثل رأس المال المخاطر صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي تأتي من ادخار المؤسسات (البنوك، شركات التأمينات، منشآت الأعمال، صناديق الاستثمار) والتي لها رغبة في استثمار هذه الأموال بمخاطر مرتفعة على العموم مقابل الحصول على عوائد مرتفعة، وسبب تسميته برأس المال المخاطر هو أنه يختلف اختلاف كبير عن أسلوب القرض المصرفي في كون رأس المال المخاطر يسترد في نهاية عملية الاستثمار مضاف إليه كافة العوائد المحققة دون الحصول على ضمان عند إبرام عقد الشراكة مع تحمل المستثمر كل المخاطر التي قد تحصل في حالة فشل الاستثمار الممول ويمثل رأس المال المخاطر الاموال التي يستثمرها خبراء الاستثمار ممن يسعون إلى تحقيق مكاسب رأسمالية عالية ويكونوا على استعداد لتحمل نسبة عالية، ويحصل رأس المال المخاطر في مقابل الاستثمار على حصة من ملكية الشركة.**(مليكاوي ميلود، 2019، ص 176، بوراس، 2008، ص 124–125).**

4. الصيغ الاسلامية في التمويل

عادة ما تواجه بعض المشروعات الاقتصادية الجديدة خاصة الصغيرة منها عوائق في الحصول على التمويل من المصادر الربوية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة أو تكاليف الحصول عليها، هذا ما يستدعي البحث على صيغ أخرى لتمويل، منها صيغ التمويل الاسلامي نذكرها كمايلي:

1.4. المضاربة

المضاربة تعد من أهم صيغ التمويل التي يعتمد عليها في حل العديد من المشكلات الاقتصادية مثل التضخم، والاحتكار، سوء توزيع الثروات، وذلك لكونها أسلوب يجمع بين رأس المال والعمل وهو ما يعني تشغيل المال لممارسة نشاط اقتصادي حقيقي، كما أنها أداة تناسب صغار المستثمرين وأصحاب الحرف الذين لا يملكون رأس المال ويفتقدون إلى الملاءة المالية التي تشترطها المصارف التقليدية لمنح التمويل، كما تعد صيغ التمويلية الاستثمارية التي تمثل أهمية كبرى بين أدوات نظام التمويل الإسلامي تقوم فكرتها على اتحاد مال من جانب وعمل من جانب أخر بقصد الاسترباح وتنمية الأموال، على سبيل المثال إذا كان هناك شخص لديه مال يريد توظيفه وتنميته ولا يقدر على ذلك بنفسه أو لا يرغب في ذلك، وشخص أخر لديه المقدرة والرغبة في ممارسة النشاط الاقتصادي دون توافر المال لديه، والمضاربة عمل بها رسولنا الكريم عليه أفضل الصلوات والتسليم في مال أم المؤمنين السيدة خديجة بنت خويلد، وقال النبي محمد صلّى الله عليه وسلّم **(ثلاثة فيهن البركة البيع إلى أجل، والمقارضة، وخلط البر بالشعير للبيت لا للبيع). رواه ابن ماجة.**(النجار، المصارف الاسلامية، 2019، ص 103)

2.4. المشاركة

اهتم الباحثين الاقتصاديين بالمشاركة كصيغة أساسية لتعبئة واستخدام الموارد المصارف الإسلامية، وهذا راجع إلى اهتمامهم بكون المشاركة أكثر قدرة على تجميع الأرصدة النقدية القابلة للاستثمار، وأن لها القدرة على توزيع الموارد النقدية المتاحة على أفضل الاستخدامات لأغراض التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأنها بشكل مباشر تساهم في عدالة توزيع الدخل القومي، فهي عبارة عن أن يشترك اثنان أو أكثر في أموال المشتركة بينهما في أعمال الزراعية أو التجارية أو الصناعية أو الخدماتية، ويكون توزيع الأرباح بينهما حسب نسب معلومة من الربح، ولأن المشاركة هي الأسلوب الأكثر أهمية من بين صيغ الاستثمار والتمويل الإسلامي إذ يشترك المصرف والعميل

في المال والعمل على أساس عقد المشاركة مقابل ربح متفق عليه بينهما (محمد طه، 2019، ص 100).

3.4. المرابحة

تمثل المرابحة صيغة من صيغ التمويل والاستثمار الإسلامي التي لا يمكن التقليل من شأنها أو تجاهلها، فهي حسب ما أقره الفقهاء المعاصرون باسم المرابحة للآمر بالشراء، حيث يتمثل مفهوم المرابحة في شراء البائع لسلعة ما بناء على طلب المشتري ويبعها له بزيادة معلومة مع بيان الثمن الأساسي للسلعة، وقد استند الفقهاء المعاصرون في تلك الصورة إلى قول الإمام الشافعي في كتابه الأم وإذا أرى الرجل السلعة، فقال: اشتر هذه وأربحك فيها كذا، فاشتراها الرجل، فالشراء جائز، والذي قال: أربحك فيها، بالخيار إن شاء أحدث فيها بيعا، وإن شاء تركه.(أشرف محمد، 2007، ص 26).

4.4. الاستصناع

يمكن أن تقوم المؤسسات التي هي بحاجة إلى مادة أولية أو أصل معين من أن تبرم عقد الاستصناع مع الشركات المتخصصة أو المصارف الاسلامية من أجل تصنيع مادة أولية أو سلعة ما محددة المواصفات مع الاتفاق على الوقت التسليم ومكانه، كما يمكن القول أنه عقد يتم بين المصرف والعميل فيه يضع المصرف قيمة مضافة على سعر التكلفة تمثل المربح ومتفق عليه بينهما، حيث يتقدم المتعاملون بطلب تصنيع سلعة ما محددة المواصفات حسب رغبة كل عميل لي يتعاقد المصرف بتصنيعها له مقابل الزيادة عن سعرها الأصلي بربح متفق عليه.(عبد اللطيف حمزة، 2011، ص 49) ويشترط فيه مايلي(الساعدي وآخرون، 2019، ص 184):

- أن يكون معلوما علما نافيا للجهالة من خلال تحديد نوع المصنوع ومع تبيان نوعه ومواصفاته وفق لجدول الموصفات المتعارف عليها.
- المصنوع هو عبارة عن دين في ذمة صانعه يلتزم بتقديمه في الوقت المتفق عليه، إذ تعد خاصية الالتزام في الذمة في عقد الاستصناع استثناء من القاعدة العامة التي مفادها توافر وجود السلعة وقت التسليم، وذلك من أجل مراعاة حاجة الناس ومصالحهم.
- يجب أن تكون المواد الأولية التي تصنع منها السلعة من عند الصانع وكل ما يحتاجه من مواد سواء كانت أساسية أم كمالية.

- ثمن السلعة يدفع حسب الاتفاق عند العقد أو بعد التسليم أو في أجل محدد، ويمكن أن يكون الثمن على دفعات متوافقة ومتفق عليها.
- عقد الاستصناع هو عقد ملزم للطرفين إذا توافرت فيه الأركان منعا للضرر الممكن حدوثه لطرفي العقد.

كما يمكن أن يكون المصرف مستصنع، أي طالبا للمنتجات الصناعية ذات مواصفات خاصة، وأن يكون ممولا لها من ماله الخاص تصبح هذه المصنوعات ملكا له يتصرف فيها بالبيع أو تأجيرها، وقد يكون هو الصانع ففي هذه الحالة تطلب منه بعض المؤسسات منتجات صناعية معينة ذات موصفات محددة، يقوم المصرف بما يمتلك من المؤسسات والمصانع التي قام بشراء أسهمها أو سنداتها بإنتاج تلك المصنوعات.

المبحث الثالث: الرافعة المالية

يلقى موضوع الرافعة المالية اهتمام الكثير من الباحثين وذلك لانتمائها لمجال المالية باعتبارها احد الأساليب المستخدمة في تمويل الأصول، وتلجأ إليه المؤسسات الراغبة في تحسين من جودة أرباحها وعدم كفاية مصادرها الداخلية، بالإضافة إلى ما تقدمه من مزايا أهمها الوفر الضريبي وذلك لأن تكلفة الأموال المقترضة تعد مصروفات يتم خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة وعلى الرغم من هذه الميزة إلى أنها تحمل في طياتها زيادة المخاطر التي تتحملها المؤسسات التي تعتمد بصفة كبيرة عليها.

المطلب الأول: لمحة حول الرافعة المالية

بعد التطرق إلى تعريف الرافعة المالية سنشير إلى منطق ومبدأ هذه الاخيرة.

أولا: تعريف الرافعة المالية

للرفع عدة معاني تختلف مضامينها حسب مجالات استخدامها ففي مجال العلوم الطبيعية والفزيائية تعني استخدام القوة والتأثيرات الخاصة لرفع الأشياء الثقيلة **(Stanley & others, 2000, p. 122)**، وأما من وجهة نظر المالية تشير الرافعة المالية إلى: «القدرة على استخدام التكاليف الثابتة أو الأموال لزيادة عوائد المساهمين قبل احتساب الفائدة والضرائب» **(Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 122)** ، أي يمكن التعبير عنها بأنها العلاقة التي تربط بين أرباح الشركات قبل الفوائد والضرائب، وبصفة أخرى الأرباح التشغيلية والأرباح التي سوف توزع على المساهمين.

أما "James Home" يعرفها على أنها «توظيف أصل أو أموال تدفعها المؤسسة بتكلفة ثابتة أو عائد ثابت» **(Eugene & Michael, 2008, p. 98)**، أي هي نتاج توظيف أموال ذات تكلفة ثابتة بغية تحقيق عوائد للمساهمين.

وبناء على ما سبق يمكن القول أن الرافعة المالية تعرف على أنها استخدام الديون بهدف تحقيق عوائد على حساب حقوق الملكية يترتب عليها زيادة في حقوق المساهمين.

ويركز الباحثون على دراسة الرافعة المالية، أي استخدام الديون في الهيكل المالي نتيجة الأسباب التالية: **(العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، ص 170):**

- انخفاض كلفة التمويل المقترض قياسا بكلفة التمويل الممتلك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل كلما زادت الديون (قصيرة الأجل وطويلة) في الهيكل المالي.

- سهولة تقدير كلفة التمويل المقترض بفائدة والمتمثلة بالفوائد المدفوعة، قياسا بصعوبات تقدير كلفة التمويل المقترض بدون فائدة.
- تخفض تكلفة التمويل المقترض بفائدة لأغراض الضريبة.
- ارتباط المخاطرة المالية بالديون طويلة الأجل بسبب تواجد الالتزامات المالية (الفوائد).

يترتب على استخدام التمويل المقترض في الهيكل المالي تحمل المنشأة لنوع من التكاليف (الفوائد) التي تمثل تكلفة الأموال المقترضة، فإخفاق المؤسسة في تسديدها يعرضها الى المخاطرة المالية، والتي تتمثل في المخاطر الإضافية التي يتحملها أصحاب الأسهم العادية والناتجة عن استخدام الديون في الهيكل المالي بسبب التكاليف المالية (الفائدة) كما تم الإشارة إليه سابقا، وكل ذلك مرتبط بحجم الديون في الهيكل المالي، أي إذا كان مسيرو المؤسسة يعتمدون على الرافعة المالية بشكل كبير زادت المخاطرة معها مما يؤدي إلى انخفاض المردود دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته يشكل مخاطرة مالية(**جليل كاظم، 2014، ص 450**).

ثانيا: منطق الرافعة المالية

نذكره في النقاط التالية(**Conso & Hemici, 2002, p. 283-285**):

- لابد على المؤسسات أن تمول أصولها غير الجارية بالمصادر طويلة الأجل، إذ أنها تولد نتيجة إجمالية تحسب قبل المصاريف المالية والضريبة على الأرباح فالرافعة المالي ترتبط بالمردودية.
- تحليل المردودية المالية يأخذ بعين الاعتبار آلية الرافعة المالية الإيجابية جراء اللجوء إلى الاقتراض، على المردودية الاقتصادية للمؤسسة أي لها علاقة بمعرفة وتحليل مكوناتها.
- الرفع المالي يأخذ بعين الاعتبار تأثير الاقتراض الذي لجأت إليه المؤسسة لتمويل جزء من أصولها من خلال دمج الأعباء المالية في حساب المردودية.
- أثر الرفع هو أثر مضاعف للاستدانة على المردودية الاقتصادية فهو ترجمة لحساسية النتيجة الصافية لتطور حجم الديون، فهو يربط بين المردودية المالية والاقتصادية.
- يتعلق الرفع المالي بمستوى تطور النتيجة بالنسبة لتغير معدل الاقتراض.

ثالثا: مبدأ الرافعة المالية

كما هو معلوم فإن الرافعة المالية تبدأ عندما تقوم المؤسسات بالاقتراض بهدف تمويل نشاطها المراد الاستثمار فيه بغيه الحصول على قيمه أعلى من تكاليف الديون المتحصل عليها

والمساهمة في رفع مردوديه الأموال الخاصة دون أن تتأثر المردودية الاقتصادية وهنا في حالة كون الأخيرة أكبر من تكاليف الديون(**Vernimmen et al., 2002, p. 312**).

كما يمكن الإشارة إلى أن الرافعة المالية تحدد الهيكل المالي فعندما ينخفض المعدل الموزون للكلفة المالية في حدها الأدنى من جهة ويكون معدل العائد في أقصاه من جهة أخرى، وذلك حسب نسبه التمويل المختلط إن كانت تقل عن النسبة المثلى فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع المعدل الموزون لكلفه التمويل وهذا بسبب ارتفاع تكلفه التمويل الداخلي مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق الملكية، وأما الحالة العكسية إذا ارتفعت الديون في الهيكل المالي سوف يؤدي ذلك إلى انخفاض تكلفه الأموال المرجحة الأمر الذي يؤدي إلى نقص العائد على حقوق الملكية **(العامري، الإدارة المالية الحديثة، 2013، ص 343).**

المطلب الثاني: مقاييس الرافعة المالية

قبل التطرق لقياس أثر الرافعة المالية لابد من التطرف إلى مفاهيم المردوديــة الاقتصــادية والمردودية المالية، فالمردودية الاقتصادية تقيس الفاعلية في اســتخدام الموجــودات الاقتصــادية الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، أي قدرة هذه الاخيرة على تحقيق أرباح مقارنة برأس المــال الاقتصادي المتعلق بالتدفقات التشغيلية والتي يمكن قياسها عن طريق قسمة النتيجة الاقتصادية على رأس المال الاقتصادي(**Bruslerie, 2010, p. 194**) ، أما المردودية المالية فهي تعتبــر مــن أهــم مؤشرات قياس مدى قوة المؤسسة في مكافأة أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة، بهدف الحصول على الأموال للضمان وتحديث وتطوير وسائل الإنتاج، وبالتالي فهي تعرف على أنها العائد الــذي يتحصل عليه المساهمون لقاء توظيف أموالهم في المؤسسة**(دادي عدون، 2008، ص 20).**

وعليه يمكن تعريف أثر الرافعة المالية على: «أنها القدرة على زيادة العائد المالي على حقوق الملكية عن طريق تمويل جزء من الاستثمارات برأس المال المقترض بمعدل أقل، أي تحقيق قيمة أكبر من تكاليف الاقتراض»(**Jean Luc & Pascal, 2009, p. 163**).

وعليه يمكن التعبير عن هذا الأثر بالصــيغة التاليــة **(Jean Guy & Stéphane, 2011, p. 121-122)**:

انطلاقا من العبارات التالية:

$$RF = RN/CP \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots 1$$

$\mathbf{Re = RE/(\sum actif)}$...2
$\mathbf{i = \ I/D}$ 3

علما أن:

D: إجمالي الديون.

Cp : الأموال الخاصة.

RE: النتيجة الاقتصادية.

I: الفوائد.

RN: النتيجة الصافية.

CE :رأس المال المستثمر

وبدمج العبارات السابقة نتحصل على:

$$\mathbf{RF = Re\frac{RN}{RE}\frac{D+CP}{CP}}$$

من هذه المعادلة الأساسية يمكن تحديد أثر الرافعة المالية في الحالة العامة مع أخذ بعين الاعتبار معدل الضريبة t حيث: $\mathbf{h = 1 - t}$

حيث معدل المردودية يكون كمايلي:

$$\mathbf{RF = Re\frac{RE - I}{RE}\ h\ \frac{D+CP}{CP}}$$

لأن:

$$\mathbf{RN = (RE - I)h}$$

أي:

$$\mathbf{RF = (Reh - \frac{eIh}{RE})\frac{D+CP}{CP}}$$

وانطلاقا من العبارة(2) و (3) نجد:

$$\mathbf{RF = Re\ \frac{RN}{RE}\frac{D+CP}{CP}}$$

أي :

$$\mathbf{RF = Reh\frac{D}{Cp} + eh - \frac{Ih}{CP}}$$

لأن:

$$\mathbf{i} = \frac{\mathbf{I}}{\mathbf{D}}$$

أي:

$$\mathbf{I} = \mathbf{iD}$$

ومنه تصبح العبارة كالتالي:

$$\mathbf{RF} = \mathbf{Reh} + \left(\mathbf{Re\ h}\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{CP}}\right) - \left(\mathbf{ih}\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{CP}}\right) = \mathbf{Reh} + \mathbf{h}(\mathbf{Re} - \mathbf{i})(\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{CP}})$$

وبتبسيط العبارة تصبح كالتالي:

$$\mathbf{RF} = (\mathbf{1} - \mathbf{t})\mathbf{Re} + (\mathbf{1} - \mathbf{t})(\mathbf{Re} - \mathbf{i})\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{CP}}$$

أي:

$$\mathbf{RF} = (\boldsymbol{Re} + (\boldsymbol{Re} - \boldsymbol{i})\ (\boldsymbol{D}/\boldsymbol{CP}))\ (\mathbf{1} - \boldsymbol{t})$$

حيث أن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية التي زادت من خلال تأثير الرافعة المالية هو نفسه المقسوم إلى فجوة الرافعة (**Re-i**) أو درجة الرافعة المالية $\frac{\mathbf{D}}{\mathbf{CP}}$.

ويتوافق ذلك مع ثلاث حالات التالية(**Ogien, 2011, p. 96**):

- $e - i > 0$: تمتلك الشركة تأثير إيجابي للرافعة المالية فكلما زادت الديون في الهيكل المالي زادت معه الأرباح.
- $e - i < 0$: أي أن الشركة لها تأثير سلبي للرافعة المالية فكلما زادت الديون أدى ذلك إلى تراجع في نسبة الأرباح.
- $e - i = 0$ في هذه الحالة الشركة ليس لديها تأثير سلبي أو إيجابي للرافعة المالية، أي الربحية مستقلة عن الرافعة المالية.

بالإضافة إلى مقاييس أخرى للرافعة المالية التي تعتبر من بين أكثر الأدوات مستخدمة في التحليل المالي، فهي توضح مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها على الأموال المقترضة وما مدى وفاء هذه الاخيرة بالتزاماتها في ميعاد استحقاقها ومن بين أهم هذه نسب نذكر ما يلي:

- **درجة الرافعة المالية:** يتم قياسها بالعبارة التالية:

$$\mathbf{FL} = \mathbf{EBIT} \backslash \mathbf{EPS}$$

وتشير هذه النسبة إلى مدى قدرة الشركة على تحقيق عوائد قبل حساب الفوائد والضرائب(**Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 87**).

حيث أن:

FL: الرافعة المالية.

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

EPS: ربحية السهم.

- **نسبه إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول:** تعبر هذه النسبة عن مدى تمويل الأصول بالديون قصيرة وطويلة الأجل وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما زادت الحماية ضد مخاطر الخسائر الدائنين في حاله التصفية(**Eugene & Michael, 2008, p. 129**).
- **عدد مرات نسبه الفائدة المكتسبة:** تقيس قدره المؤسسة على الوفاه بمدفوعات الفائدة بالنسبة لحامل الديون ويتم حسابها انطلاقا من المعادلة التالية(**Bijan et al., 2010, p. 179**).:

$$Interest\ Earned\ Ratio = \frac{EBT}{\textbf{Interest Expense}}$$

حيث أن :

EBT: الربح التشغيلي قبل الضريبة.

Interest Expense : مصروفات الفوائد.

- **القدرة على خدمة الدين:** وتعتبر هذه النسبة مفيدة لتقييم قدرة المؤسسة على الوفاء برسوم الفائدة على الديون المتحصل عليها من الغير، ولكن ما يعاب على هذه النسبة أمران أولها هو أن الفائدة ليست هي التكلفة الوحيدة ولكن قد تؤجر المؤسسات الأصول، وبالتالي ينجم عنها تسديد مدفوعات الإيجار وعدم سدادها ينجر عنه الافلاس، ويتم التعبير عن هذه النسبة بالعبارة التالية(**Philip & Eugene, 2019, p. 292**):

$$DSCR = \frac{EBITDA + LP}{I + PP + LP}$$

حيث أن:

DSCR: نسبة تغطية خدمة الدين.

EBITDA: الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات.

LP: دفعات الإيجار.

I: الفوائد.

PP: الدفعات الرئيسية.

- **الخصوم الجارية إلى الأموال الخاصة:** تبين هذه النسبة العلاقة بين مقدار الأموال التي يقدمها أصحاب المؤسسة ومقدار الأموال التي تأتي من قبل الغير، فإذا لم يقم أصحاب المؤسسة بتمويل الأصول من الأموال الخاصة، فإن المصادر طويلة الأجل للأموال لن تمول الأصول المتداولة وذلك بسبب احترام قاعدة التوازن وبالتالي تكون المؤسسة مجبرة على اللجوء إلى تمويل قصير الأجل لتمويل هذه الأصول(أحمد توفيق، 1987، ص 122).
- **نسبه المديونية طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة:** وتعبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على مصادر خارجية في تمويل أصولها وانخفاضها يدل على اعتماد المؤسسة على التمويل الخاص(شعيب، 2018، ص 52).

المطلب الثالث: تقييم الرافعة المالية

لقد باتت الرافعة ذات انتقاد واسع في ظل اقتصاد السوق وهذا راجع للخسائر الكبيرة التي تعرض لها المستثمرين الذين استخدموها بشكل واسع، ولكن يبرز مؤيدو استخدام الرافعة بكونها تستخدم أصلا في أغلب الشركات المدرجة للسوق المالي ممثلا بأدوات ملكيتها وبنسبه تصل إلى (1:1) أو أكثر، بالإضافة إلى أن مخاطرة السندات المستخدمة كرافعة لم تفقد كثيرا من قيمتها الأساسية وإنما ظهر ذلك على أدوات الملكية بشكل واسع لتكون هي مصدر المخاطرة والعجز، والمخاطرة في الرافعة المالية تعزى إلى سوء إدارة السيولة من قبل مسيري الشركات مما يخرج الرافعة المالية من إطار الانتقادات، لكن هناك من يرى أن المديونية التي تكون مدة الاحتفاظ بها ضمن الهيكل المالي لمدة أطول لها تأثير واسع من الرافعة المالية التي تم الإشارة إليها في السابق(التميمي، 2019، ص 151) ،بالإضافة إلى أن الفكر المالي في النظام الرأسمالي انتهى إلى أن التمويل بالدين هو أحد الخصائص الجوهرية الذي ذكره "Dong Noland" عن "Minsky" أحد قادة الفكر الاقتصادي المعاصر، وهذا ما وهذا ما اعتمد عليه الباحثين في الفكر المالي حسب رأيهم عند إنشاء شركة فإن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يتكون من الرافعة المالية بصفة كلية حسب نظرية "Modigliani & Miller" وذلك مفادهم أن تفادي المخاطرة عن طريق تحويلها إلى الدائنين من خلال المتاجرة بأموالهم، لكن الخبراء المنصفين أثبتوا أن الرافعة سيف ذو حدين وأن من يؤيدون

الرافعة المالية يتجاهلون المخاطرة التي قد تؤدي إلى إفلاس الشركات(رضوان، 2009، ص 181-182).

وهنا ظهرت جملة من المزايا والانتقادات الموجهة للرافعة المالية نبرزها في النقاط التالية(الشواورة، 2013، ص 181):

إن فكرة الرفع المالي تقوم على مبدأ تحسين الربحية بواسطة الاقتراض بتكاليف ثابتة منخفضة مع توظيف هذه الأموال في مشاريع ناجعة لتحقيق الأرباح أكبر من تكاليف الاقتراض وبالتالي تحقيق مميزات منها:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار.
- المحافظة على إدارة المؤسسة لأن الدائنين لا حق لهم في التسيير والتصويت.
- لا يشارك المقرض في الأرباح المتحصل عليها ماعدا الفوائد المنتظرة من القرض.
- ميزة الوفر الضريبي.
- إمكانية اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية متدنية.
- قد يؤدي الالتزام في السداد إلى تعزيز السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض.

في الحالة العكسية كون العائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض في الرفع المالي يسبب أثار سلبية على المؤسسة منها:

- احتمالية إفلاس المؤسسة (عدم قدرة على السداد مستحقاتها الدورية).
- تراجع السمعة الائتمانية للمؤسسة المقترضة (الحد من قدرتها على الاقتراض مستقبلا).
- تضائل حقوق المساهمين نتيجة الفرق السلبي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض.
- احتمال اقتراض أموال ذات قوة شرائية متدنية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية مرتفعة.

بالإضافة إلى أثار أخرى نذكرها في النقاط التالية(عقل، 2009، ص 411-412):

- إن الرفع المالي يعظم الأرباح والخسائر للمساهمين وهذا حسب الأوضاع الاقتصادية، في حالة كون هذا الأخير يتميز بالرواج ومبيعات المؤسسة مزدهرة في هذه الحالة الاقتراض يؤثر بالإيجاب على الأرباح، أما إذا كان الاقتصاد في حالة كساد وركود ومبيعات المؤسسة منخفضة فإن الديون تؤثر بالسلب على الأرباح.

- يزيد الرفع المالي من احتمالية زيادة خطر التمويلي وذلك بسبب الأعباء التي تترتب عليه في شكل تسديد الأقساط والفوائد المترتبة على هذا الدين.

كما تجدر الإشارة إلى مصطلح الرافعة المالية في العالم النامي إذ تغيب أغلب مفاهيم الرافعة المالية عن أذهان معظم مدراء الشركات في العالم النامي، وإن وجدت يتم إهمالها وذلك لأسباب عديدة منها(دريد، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، 2000، ص 216–217):

- **نقص الموارد المالية المتاحة فعليا:** تتميز البنية المالية في هذه الدول بالضعف وتنمو إلى جانبها بنية مالية غير رسمية فضلا عن أن معظم التمويل المصرفي موجه لشركات القطاع العام، فيضطر القطاع الخاص لاعتماد على التمويل الذاتي، وعلى الديون غير الرسمية.
- **طبيعة المشاريع:** تتميز أغلب مشاريع القطاع الخاص بقصر مدتها وذات ربحية عالية، ونسبة مديونيتها غالبا ما تكون ضعيفة، والملاحظ أن أغلب المشاريع في الدول النامية هي مشاريع عامة تتصف بغياب التنظيم الجيد.
- **التهرب الضريبي:** لا تعول الشركات على الحسابات الدقيقة للوفر الضريبي لأنه في أغلب الأحيان لا يرتكز حساب الضريبة على الأوراق والقوائم الختامية في نهاية العام، بل يتم تقديرها بشكل جزافي وتتم المساومة على حجمها وطرق تسويتها بأساليب المتنوعة.
- عدم توفر الأسواق المالية المناسبة لنمو شركات المساهمة.
- **نقص التأهيل الجيد في مجال الإدارة:** يعتمد أغلب صغار المستثمرين على الحدس في تحديد أهدافهم ويقبل أغلبهم المشاريع عندما تتوفر القروض لكونهم مخاطرين وهذا ما يذكرنا بمشكلتي "Moral Hazard & Adverse Selection" فالدول النامية لديها مشاكل التمويل المرتكز على المصارف العامة فقط أي التابعة للدولة، وهذا ما يعاب عليها لأن معظم القروض سوف تؤول إلى المؤسسات العامة بفوائد منخفضة على غرار المؤسسات التابعة للخواص تتحصل على تمويل مرتفع الفوائد من الأسواق مما يدفع بالمستثمرين للقيام بمشاريع ذات أخطار عالية بغيت الحصول على عوائد مرتفعة، وهذه هي المشكلة الأولى المذكورة سابقا، والثانية تتمثل في عملية الإقراض تقتصر على فئة المستثمرين المغامرين بكل شيء.

خلاصة الفصل الأول

تم التطرق في هذا الفصل إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة بما فيها طرق التعرف على أحجامها وكيفية قياسها كميا، بالإضافة إلى إعطاء فكرة شاملة عن مصطلح الهيكل المالي الذي يوضح مجموع الأموال التي بواسطتها تمول المؤسسة جميع أنشطتها، ولهذا الأخير سياسة تؤثر بشكل كبير على مدى تحديد الهيكل المالي بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المحددات التي تم التطرق لهاضمن هذا الفصل، وهذا التمويل متكون من قطبين أساسيين وهما التمويل الممتلك والتمويل المقترض والمتمثل في الرافعة المالية (استخدام الديون في الهيكل المالي) بالإضافة إلى العديد من المصادر التمويلية التي يمكن للمؤسسة أن تعتمد عليها في تمويل نشاطها أو القيام باستثمارات أخرى، وما يهمنا من هذه المصادر الرافعة المالية التي لقيت اهتمام الكثير من الباحثين في مجال المالية بصفة خاصة بسب احتوائها على التزامات مالية التي تؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية والاستفادة من ميزة الوفر الضريبي، ولكن ما يعاب عليها أنه إذا ما تم الافراط في استخدامها سوف يؤدي إلى بروز مخاطر مالية لذلك استوجب تحقيق التوازن بينها وبين التمويل الممتلك.

الإطار الفكري للقيمة الاقتصادية المضافة

المبحث الأول: خلق القيمة.

المبحث الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة.

المبحث الثالث: العلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة.

2

تمهيد

إن من بين الأهداف الحديثة للإدارة المالية هو تعظيم القيمة ونجاح المؤسسة في تعظيمها يعتمد على مدى الدمج بين مصلحة الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة ومسيروها، فقد أولت هذه الأخيرة الأفضلية القصوى لبلوغ هذا الهدف بدل التركيز فقط على تحقيق الربحية، فخلق القيمة في المؤسسة عرف اهتمام كبير من قبل الباحثين في مجال الاقتصاد والمالية، وبالتالي يمكن القول أن هذا المفهوم قد غير ممارسات الشركات منذ نهاية الثلاثينات مما دفع بالعديد منهم، خاصة المكاتب الاستشارية التي طورت عدة مقاييس للحكم على ملاءمة القرارات المتخذة من قبل المسيرين خاصة في مجال القرارات المالية ما إذا كانت حققت القيمة أم هدمتها، ومن بين هذه المقاييس نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي أصبحت أكثر شيوعا في جانب قياس القيمة والتعبير عنها لكونها تعتمد على الربح الاقتصادي لا الربح المحاسبي كما حال الربحية، حيث أن هذا المؤشر تم تطويره من قبل شركة الاستشارات "Stern-Stewart"، التي تبنت الفكرة أي الإدارة بواسطة EVA، وأصبح هذا المعيار منهجا في إعادة نظم الإدارة المالية بسبب قدرته الفائقة في ربط الأرباح التشغيلية بالمعدل الموزون لتكلفة رأس المال وهذا ما ساهم في خلق تسيير فعال لرأس المال المستثمر، وبالتالي يمكن اعتباره رؤية جديدة لمعدل العائد الداخلي ومعدل نمو أداء المؤسسات، ونظرا لأهمية هذا المؤشر الذي لم تقتصر جذروه على الجدل النظري حوله بل امتد إلى الجانب التطبيقي الذي يقوم على أساس أن قياس كفاءة أي إدارة في المؤسسات قائم على قدرة المسيرين على تحقيق الارباح تزيد عن ما تم استخدامه من موارد مالية، من هذا المنطلق سوف يتم التطرق إلى العناصر التالية: مفاهيم متعلقة بمصطلح خلق القيمة بالإضافة إلى ماهية مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وطرق حسابه وأهم ميزاته وعيوبه وفي الأخير نتطرق إلى علاقة الرافعة المالية بهذا المؤشر.

المبحث الأول: خلق القيمة

إن هدف خلق القيمة هو الهدف الاستراتيجي الأول للمؤسسة التي تسعى الإدارة المالية الحديثة إلى تحقيقه من خلال الأنشطة والأعمال التي تقوم بها، وأن موضوع خلق القيمة أضحى الشغل الشاغل في الآونة السابقة من قبل مسيري المؤسسات فهو يعد من الميكانيزمات الواجب الاطلاع عليه بغية الحكم الصحيح على وضع المؤسسة الراهن ونقلها من البعد المحاسبي إلى البعد الاقتصادي، واتخاذه كمقياس شامل بهدف اتخاذ قرارات استراتيجية شاملة بناء عليه وهاذا ما سوف يتم توضحه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: مدخل للقيمة

لمفهوم القيمة أهمية بالغة في الفكر الاقتصادي فقد لقي جدلا واسعا بشأن تحديد ماهيته وأبعاده وفي هذا الصدد يمكن إيعاز تطور مفهوم خلق القيمة إلى المفكرين الاقتصاديين في الزمن العابر وكل مفكر ينظر إلى هذا المصطلح من زاوية تخصصه وانطلاقا من ما توصل إليه المفكر الذي سبقه في طرح مفهوم القيمة، ولو راجعنا منهج "Plato" وتلميذه "Aristotle" في القرن 14-15 قبل الميلاد لا تبين أن "Plato" تطرق للقيمة من خلال تفسيره لعملية التبادل بين المجتمع آنذاك، فحسب قوله أن القيمة تكشف عن نفسها في شكل معين والذي عبر عنها بالقيمة التبادلية، مع ذلك لم يستطع أفلاطون تحديد قيمة السلعة أو إدراكها(مواعي وبراينيس، 2016، ص 85) على عكس "Aristotle" الذي عالج مصطلح القيمة من زاوية نظرة مخالفة بذلك معلمه"Plato" حيث أنه قام بالتفرقة بين نوعين من القيمة أحدها قيمة الاستعمال (**Value in use**) وأخرى قيمة التبادل (**Value in Exchange**) وأشار إلى وجود علاقة بينها من خلاله تطرقه إلى مسألة العدل في تحديد الأثمان الذي كان دافع أساسي لمناقشة كيفية تحديد القيمة في الأسواق، وهنا استنبط "Aristotle" فكرة المبادلة والتي تتمثل في أن يحصل البائع والمشتري على نفس المساواة (شعبان وأبو عبدة، 2009، ص 15) وفي الوقت نفسه أشار إلى أن القيمة الاستعمالية تتمثل في المنفعة التي تحملها السلعة، وفي المقام نفسه كانت فكرة القيمة عند ابن خلدون تنطلق من معيار قيمة قابلية السلعة للتقويم بثمن ما، وهذا يدل على أن القيمة عند المفكر الاجتماعي ابن خلدون ترتبط بنظرية الأثمان، إلا أنه لم يحاول أن يكون نظرية كاملة الأركان، ولكن على الرغم من ذلك كانت كتاباته تتضمن بعض العناصر المهمة حول القيمة إذ أشار إلى أنها تكون نتيجة تجاذب العرض والطلب (المنفعة ونفقة الانتاج)

وكما هو معلوم فالمنفعة تمثل الرضى الذي يشعر به الشخص من سلعة ما، كما تطرق إلى عنصر مهم وهو العمل الذي قال عنه أنه مؤثر في نفقة الانتاج وبذلك يصح أن يتخذ مقياسا إلى حد ما لقيم الأشياء خاصة في ذلك الزمن الذي كان العمل أهم عنصر فعال في عملية الانتاج(محمد علي، 1944، ص 55–56).

أما "Richard Cantillon" فقد أشار في كتابه الموسوم بطبيعة التجارة عام 1755 أن القيمة مقياس لكمية ونوعية الأرض والعمل الداخلين في عملية الانتاج، إذ يمكن القول أن نظريته في القيمة هي في الأصل نظرية عملية لم تلبث إلا أن تحولت إلى نظرية تكلفة الانتاج، وكان مقصود "Cantillon" هنا هو إذا ما تم انتاج سلعتين بنفس المقدار من الأرض والعمل بنفس الجودة فقيمة السلعتين تكون متساوية(Eric, 1953, p. 123) وتكلم "James Stewart" عن القيمة والثمن وأشار إلى أن لكل سلعة قيمة حقيقية تتوقف على ما تتضمنه السلعة من المواد الأولية وعلى الوحدات المنتجة، أي أن منفعة الانتاج هي قوام القيمة الحقيقية للسلعة، كما تطرق كذلك إلى أن ثمن السلعة في السوق لا يتعادل مع قيمتها بالضرورة فحسب قوله يمكن أن يكون الثمن أكبر من قيمة السلعة أو أقل من ذلك هنا "Stewart " تأثر بفكرة"Cantillon" الذي أشار إلى القيمة الكامنة واتجاه ثمن السلعة نحوها (النجار، تاريخ الفكر الاقتصادي من التجاريين إلى التقليديين، 1973، ص 87).

وعند التمعن في أفكار"Adam Smith" نجد أنه تأثر بفكر "Aristotle" الذي أعتبر أن لمصطلح القيمة معنيان، الأولى تعبر عن منفعة شيء معين وأحيانا تعبر عن قوة شراء السلع الأخرى التي يحرزها امتلاك ذلك الشيء الأول وتعرف بالقيمة الاستعمالية والثانية تعرف بالقيمة التبادلية حيث أشار إلى أن الأشياء التي لها قيمة في التبادل قد تكون منخفضة أو معدومة فيها، وأنا لمقابل تلك الأشياء التي لها قيمة تبادل عالية كثيرا ما تكون لها قيمة استعمال منخفضة أو معدومة، وشرح قوله هذا لا شيء أكثر فائدة من الماء لكنه لا يشتري أي شيء، وهنا المعنى أن للماء فائدة كبيرة في الاستعمال ولكن في المبادلة يكون منعدم عكس الألماس الذي له قيمة في الاستعمال لكن كميات كبيرة منه تحوز أشياء كبيرة بالمبادلة(عبد الجبار، 2005، ص 46).

قيمة التبادل عند "Adam Smith" هي القيمة التي عرفت لفترة طويلة بأنها نظرية كمية العمل، أي قيمة شيء يمتلكه الانسان تقاس في نهاية الأمر بكمية العمل التي يمكن أن يبادل بها،

معناه أن قيمة الشيء الذي حصل عليه الشخص يكون مساوي لكمية العمل أو الجهد الذي مكنه من إنجازه أو حصل عليه(جون كينيث، 2000، ص 80).

وعلى الرغم من ذلك حاول "Adam Smith" أن يبين الأسباب التي تعطي قيمة مبادلة الأشياء إلا أنه لم ينجح في تحديد واضح لنظرية القيمة، لكنه حسب نظرة الاقتصادين والكتاب قدم ثلاث إسهامات تمكن من تحديد القيمة أولها كانت نظرة العمل ثم أضاف إليها بعض عناصر الطلب والعرض كمحددات للقيمة بالإضافة إلى نفقة الانتاج، وحسب حازم البيلاوي قد خلط " Adam Smith" بين مقاييس القيمة وأساس تحديد القيمة فقد اعتبر العمل مقياس للقيمة وفي موضع آخر اعتبره محدد للقيمة، حيث في أول الأمر اتجه إلى أن العمل هو مقياس للقيمة حيث أن العمل وحدات متجانسة بعكس النقود التي تتغير قيمتها من فترة إلى أخرى، ولكنه نظر إليه باعتباره أساسا لتحديد قيم الأشياء فقيمة كل سلعة تتحدد بما بذل فيها من عمل وهنا العمل يؤخذ على أساس محدد للقيمة لا مقياسا لها، لكنه في موضع أخر أخذ بعين الاعتبار رأس المال المستخدم فيها وبذلك أدخل "Adam Smith" فكرة الربح في تحديد قيمة السلعة(البيلاوي، 1995، ص61).

حسب ما تم سرده فيما يخص نظرة "Adam Smith" إلى القيمة يستنتج من أفكاره أنه لم يكن مستقر على معنى واحد للقيمة وبأخص مقياس أو محدد القيمة، فقد أشار في بداية الأمر إلى أن كمية العمل هي أساس قياس قيمة السلعة لكن ما لبث أن فند هذه الفكرة بفكرة أخرى مفادها أن القيمة تفسر بنفقة الانتاج وهنا أدخل عنصر رأس المال.

ولكن تبقى أفكار "Adam Smith" في القيمة حلقة بداية لأفكار الذين جاءوا من بعده من بينهم ريكاردوا الذي استهل أفكاره وآراءه في القيمة في كتابه مبادئ الاقتصاد السياسي والضرائب في جانب القيمة بنقد أفكار التي جاء بها "Adam Smith".

حيث أن أفكار "David Ricardo" كانت في جانب واحد لتفسير القيمة والمتمثل في عنصر العمل الذي تتضمنه السلعة، إذ كانت بدايته بتحديد صلة الوصل بين المنفعة والقيمة وهذا ما يفرقه عن "Adam Smith" الذي لم يفسح أي مجال بفكرة المنفعة في نظرية القيمة فحسب قوله هو أن المنفعة لا بد منها حتى يصبح للسلعة قيمة والسلعة التي لا منفعة لها لا بد أن تكون عديمة القيمة، هنا "David Ricardo" اعتمد على العمل لتفسير القيمة لكنه لم يأخذ به كمقياس لها(النجار، تاريخ الفكر الاقتصادي من التجاريين إلى التقليديين، 1973، ص 204).

لكن يبقى النقد قائم في نظرية القيمة، فقد قام "Thomas Malthus" بتفنيد أفكار " David Ricardo" فيما يخص القيمة على الرغم من الرابطة القوية بينهم، إذ جابهه بفكرة أخرى مستوحات هي كذلك من أفكار"Adam Smith" والتي كان مفادها أن قيمة البضاعة تتحدد من خلال كمية العمل التي يحصل عليها المرء عند مبادلة البضاعة أي تتمثل في العمل الحاضر والعمل الماضي الذي بذل في عملية الانتاج مضاف إليها الربح الذي يكون منشأ عملية التبادل**(كاظم المعموري، 2011، ص344)**.

وقد توالت اسهامات الباحثين الاقتصادين تباعا إلى أن تبلورت في شكل نظرية القيمة الحديثة من خلال تأسيس علاقة بين وجهات النظر لنتائج الاقتصادية المستقبلية للمؤسسة مع قيمتها الحالية، حيث كان أول من وضع نظرية القيمة من الناحية التطبيقية "Ficher" عام 1930 من خلال تطرقه إلى أن قيمة النقود تنخفض مع الوقت وأن سعر الفائدة له دور كبير في عملية التقييم، وأشار كذلك إلى أن قياس القيمة يعتمد مجموع التدفقات المستقبلية والحفاظ على معدل خصم مناسب.

وأما قيمة المؤسسة كانت تحسب انطلاقا من الوثائق المحاسبية التي ترتكز على ماضي المؤسسة، أي تبني مقاربة في التقييم تعتمد على التكاليف ثم بدأ الفكر المالي بإعطاء أفق أوسع للقيمة من خلال رؤية مستقبلية للمؤسسة وتحديدا للتدفقات النقدية المتوقعة بناء على تقدير المخاطرة والمردودية**(عماني و بن علي، 2021، ص 64)**، وهذا بالرجوع إلى الفكر الاقتصادي خاصة نظرة "Ficher"، وكذلك أضاف كل من "Gordon Shapiro 1956 & Modigliani & Miller 1958" عناصر أخرى تدخل في فهم وقياس القيمة مثل الهيكل المالي والمساهمة المعلوماتية للبيانات المحاسبية في تحديد مفهوم كلاسيكي جديد للقيمة كل ذلك يتمحور حول تلبية توقعات المساهمين**(ouvrand & signorini, 2016, p. 3)**.

المطلب الثاني: مفهوم خلق القيمة

قبل التطرق لمفهوم خلق القيمة لا بد من التطرق إلى مفهوم القيمة والذي ليس واضحا ومباشر وهذا بسبب توافر عدة أسباب منها تواجد عدة أنواع للقيمة، وعليه يمكن الاشارة لبعض مفاهيم القيمة كمايلي:

- **القيمة الاقتصادية:** وتعرف على أنها المبلغ المعبر عنه بالوحدة النقدية المدفوعة مقابل أصل بغية تحقيق عوائد مستقبلية من وراء هذا الأصل، وهي بذلك القيمة النقدية التي تختلف عن السعر أو

التكلفة فأولها هو المبلغ الفعلي للحصول على الأصل والثانية هي قيمة عوامل الانتاج المتضمنة في الأصل المحصل(عبد العال،2008، ص11).

- **القيمة الاستعمالية:** عبارة عن ذلك المستوى من المنفعة التي يحصل عليها الشخص جراء استهلاكه لسلعة ما(شعبان و أبو عبدة، 2009، ص. 281).
- **القيمة التبادلية:** عبارة عن علاقة تبادل بين كميات من سلع مختلفة أو عبارة عن تناسب يتم بموجبه تبادل قيم استعمالية لسلع متباينة، وهي في جوهرها علاقة بين منتج ومنتج أخر يتبادلان فيما بينهما نتاج عملهما(محمد شاهين، محافظ الاوراق المالية، إدارة، تحليل، تقييم، 2017، ص 56).
- **القيمة عند التصفية:** يقصد بها المبالغ المتوقع الحصول عليها من بيع أصول المؤسسة بعد طرح منها المصاريف اللازمة المتعلقة بعملية البيع(الشريفي و العامري، 2009، ص 9).
- **القيمة الدفترية:** ويقصد بها القيم المثبتة في السجلات المحاسبية للمؤسسة وبالتالي يمكن اعتبارها مفهوم محاسبي أي التكلفة التاريخية التي تم شراء بها الأصل مطروح منها الاهتلاكات إن وجدت، كما يمكن التعبير عن القيمة الدفترية للمؤسسة بإجمالي الموجودات مطروح منها المطلوبات المتضمنة حقوق المساهمين، حسابات رأس المال، علاوة الاصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة(معراج وحاج، 2013، ص 23).
- **القيمة السوقية:** معناها سعر الاصل خلال التداول في السوق المالي خاضع لظروف العرض والطلب ومن خلالهما يتحقق السعر العادل للأصل (محمد شاهين، محافظ الاوراق المالية، إدارة، تحليل، تقييم، 2017، ص 183).
- **فضل القيمة:** كثيرا ما يقع لبس في مفهوم غير المختصين بين فضل القيمة والقيمة المضافة فالمفهوم الأول إحدى مقولات الاقتصاد الماركيزي وتعني فائض القيمة الذي يولده العمل زيادة على الأجر الذي يتقاضاه من صاحب العمل، أما المفهوم الثاني فهو يتمثل في زيادة القيمة التي يحصل عليها المالك عند تخليه عن ملكيته أو الأرباح الرأسمالية التي تتحقق بفعل عوامل التضخم أو حالة الارتفاع المفاجئ للأسعار(عطوان، 2013، ص 668).
- **القيمة الحقيقية:** هي القيمة التي يمن استخدامها لبيع أصل ما أو تحمله لتسوية التزام ما بين طرفان بغية تبادل شيء ما (دوفالد وآخرون، 2022، ص 2543).

بعد التطرق إلى مفاهيم القيمة سوف يتم الشروع في إعطاء بعض التعريفات المتعلقة بخلق القيمة إذ إعطاء تعريف واضح لخلق القيمة أمر في غاية الصعوبة وذلك لاختلاف أراء المفكرين في مجال الاقتصاد والمال فكل واحد ينظر إليه من جانب خبرته ونشاطه، مع الإشارة إلى أنه سيتم التركيز على الجانب المالي بما يتماشى وموضوع الدراسة نظرا لكونه متعدد الزوايا بسبب أن جميع الأطراف تساهم في تحقيقه ويمكن إبراز تعريفات لخلق القيمة كالتالي:

نقول على مؤسسة أنها خلقت قيمة: «عندما تحقق إداراتها تكاملا بين كافة اصحاب المصالح فيها وأهمهم المساهمين وذلك من خلال اتخاذ القرارات السليمة» **(Helfert, 2001, p. 15)**.

كما يمكن القول أن الفكرة الأساسية لمصطلح خلق القيمة أو إنشاء القيمة تقوم على: «إنشاء قيمة المساهمين وهذا من خلال تحقيق عائد على رأس المال أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة في التمويل»**(Michel, 2006, p. 141)**.

كما أنها تمثل: «الثروة الحقيقية التي حققتها المؤسسة مهما كان نوعها بفعل حسن استغلال موارد المؤسسة، فخلق القيمة هي ترجمة ما حققته المؤسسة من نشاطها وبالتالي تعكس فعالية ونجاعة مسيري المؤسسة»**(السلوس، 2004، ص 27)**.

يرتبط مفهوم خلق القيمة ارتباطا قويا بمفهوم استراتيجية العمل وتحقيق الميزة التنافسية، إذ تهدف استراتيجية أي مؤسسة الحفاظ على مستوى أداء أعلى من منافسيها وضمان تحقيق أرباح للمساهمين، وبتالي يمكن القول أن خلق القيمة هو الغرض الأساسي من استراتيجية أي مؤسسة**(Maxime, 2012, p. 13)**.

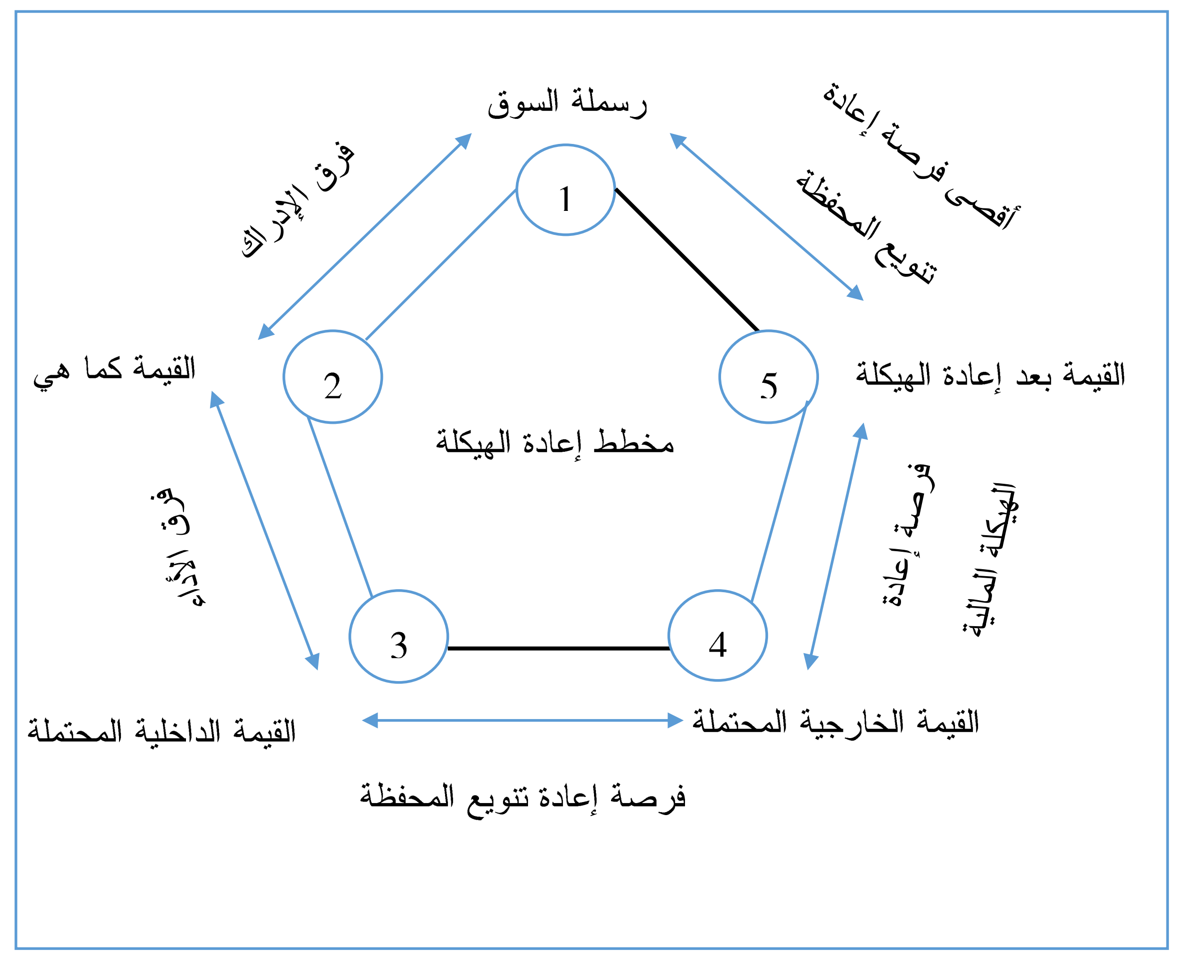
أي أن مفهوم خلق القيمة يوفر منهجا استراتيجيا شاملا لتحسين الأداء من منظور الإطار التكاملي.

فمن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن خلق القيمة مرتبط بمدى نجاعة مسيرو المؤسسة من خلال الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاحتياجات المالية وتحقيق فائض مالي يحقق مصلحة كافة الأطراف في المؤسسة.

كما يمكن القول كذلك أن خلق القيمة تتحقق نتاج تقارب أهداف المؤسسة الموضوعة مع رؤية مسيريها الاجتماعية والاقتصادية مع مراعاة تحقق التوازن بين أطراف المصلحة فيها وكل ذلك يصب في تحقيق الأهداف المسطرة.

ومن أجل تحديد وتقدير جميع الامكانات لخلق القيمة داخل المؤسسة اقترحت ماكينزي نهجا تسلسليا عرفت باسم "البنتاغون" والمقسم إلى 5 مراحل يبينها الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1) : يوضح طريقة تحديد خلق القيمة داخل المؤسسة



Source :(Caby et al., 2013, p. 20)

حسب الشكل المقصود بالقيمة كما هي القيمة الاقتصادية الحالية للتدفقات النقدية، أما القيمة الداخلية المحتملة فهي القيمة الاقتصادية الجوهرية الناتجة عن الدورة التشغيلية مثل تغير معدل الدوران، أما القيمة الخارجية المحتملة فهي تتشكل نتيجة إعادة تنويع المحفظة كما هو مبين في الشكل أعلاه.

انطلاقا مما سبق يمكن القول أن مفهوم خلق القيمة يقوم على مبادئ نذكرها في النقاط التالية**(bulletin, 2000, p. 45)**:

- تعظيم قيمة المساهمين: إن مصطلح خلق القيمة يقوم على نهج تعاقدي وذلك أن المساهمين يختارون مندوبي السلطة ويفوضون لهم سلطة إدارة رؤوس أموالهم، وهذا لأن العلاقات بين

المساهمين والموظفين والموردين هي علاقة تعاقدية مستقرة إلى حد ما بهدف خلق قيمة للمساهمين.

- إدراك أن لرأس المال تكلفة في مصطلح خلق القيمة وهذا راجع لأن الحقوق الملكية ليست موردا مجاني بل لها تكلفة وذلك لأن الأسهم تعتبر أصول خطرة وبتالي نجد حملتها يطالبون بمعدل عائد مرتفع نتيجة استمرارهم في الاستثمار.
- إذا لم يكن للمؤسسة أنشطة تحقق عوائد أكبر من تكلفة الموارد هنا لا ينبغي عليها أن تسعى إلى الاستثمار أو التنويع بل لا بد عليها أن تستخدم هذا التدفق النقدي المتاح لتعويض المساهمين في شكل أرباح استثنائية أي إعادة شراء الأسهم.

كما تجدر الإشارة إلى أن مفهوم خلق القيمة ارتبط ارتباطا وثيقا بالجانب المالي خاصة نهاية الألفية الثالثة، أين أصبح بقاء أي مؤسسة مرتبط بشكل أساسي بمدى خلقها القيمة لجميع أصحاب المصالح فيها، حيث عندما تحقق المؤسسة أو تعظم ثروة مساهميها فهذه الفائدة لا تعود على المساهمين فقط بل يمكن القول أن المؤسسة حققت هدفها والمتمثل في خلق القيمة، وعلى الرغم من ذلك هناك من أشار أن التركيز على خلق قيمة للمساهمين فقط قد يؤدي إلى إهمال باقي الأطراف، بل ونادوا بضرورة خلق القيمة لجميع شركاء المؤسسة بما فيهم المساهمين وهؤلاء الأطراف هم الزبائن، الدائنون الموظفون، الموردون والمسيرون، فقد يؤثرون ويتأثرون بنشاط المؤسسة في إطار السعي إلى تحقيق أهدافها المسطرة(عبابسة، 2008، ص 106)، والجدول التالي يظهر كيفية مساهمة هذه الأطراف في عملية خلق القيمة.

الجدول رقم(2-1) يوضح كيفية خلق القيمة من طرف أصحاب المصلحة

أصحاب المصلحة	مساهمات في خلق القيمة	التحفيزات
المستثمرون والمساهمين	الديون الرأسمالية ،الحد من المخاطر، تقليل تكلفة الأموال.	توزيع الأرباح.
المسؤولين	الكفاءة والفعالية في الإدارة.	التعويضات النقدية.
الموظفين	تنمية رأس المال البشري، الابتكار، التعاون، الالتزام، العمل الجماعي.	رواتب ومكافآت وترقيات.
النقابات	الاستقرار الوظيفي، حل النزاعات.	

العملاء	الولاء للعلامة التجارية والسمعة الحسنة.	الجودة، أسعار السلع والخدمات، التقدير.
الموردين	الكفاءة وخفض التكاليف والابتكار التكنولوجي	الامتثال للالتزامات
الحلفاء	الموارد الاستراتيجية، غزو الأسواق.	الثقة المتبادلة والمصالح المشتركة.
الحكومة	الدعم الاقتصادي الكلي والسياسي، ومنح الاعتمادات والتراخيص	المنافسة العادلة، وتسوية الضرائب.

Source : (Caby et al., 2013, p. 162).

بالإضافة إلى العديد من عوامل التي ساعدت على مستوى النظري في رواج مفهوم خلق القيمة والتي نعرضها في النقاط التالية(عماني وبن علي، 2021، ص 80-90):

- توفر أساس ايديولوجي قوي لصالح الملاك أو المساهمين يتمثل في شيوع فكرة المرور السلس من الإثراء الفردي إلى الرفاهية الجماعية، بالإضافة إلى تحمل المساهمين كل المخاطر المالية.
- وجود إطار نظري حديث والذي جعل من خلق القيمة معيارا مهما في مجال التقييم المالي، ومع وجود قواعد الحوكمة التي فرضت ربط المكافآت بالأداء في الأسواق المالية، مع توفر بعض الفروض الأساسية في التحليل ككفاءة الأسواق وسرعة دوران المعلومات وانعدام تكلفتها.
- الاطار المحاسبي على الصعيد الدولي والذي يتأثر باستمرار بما يحدث في الحقل المالي، ويظهر ذلك من خلال إضافة صفة المالية إلى المعايير المحاسبية والتركيز على الافصاح المالي ثم اعتماد القيمة العادلة كتجديد أساسي مفاهيمي في المعايير المحاسبة الدولية.
- التحرر المالي والأهمية المتزايدة لمالية الاسواق مع بداية الثمانينيات بشكل أثر على تراتبية الأشكال المؤسسية أي أنماط التعديل، بداية من خلال الاهتمام بمسألة الاندماج ضمن الاقتصاد الدولي والسوق المالي الدولي الذي يعد مصدر أساسي لتمويل المؤسسات.

المطلب الثالث: عملية خلق القيمة

في هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم مؤشرات التي تدل على وجود قيمة من عدمها بالإضافة إلى أهم العوامل التي ساعدت على رواج مصطلح خلق القيمة.

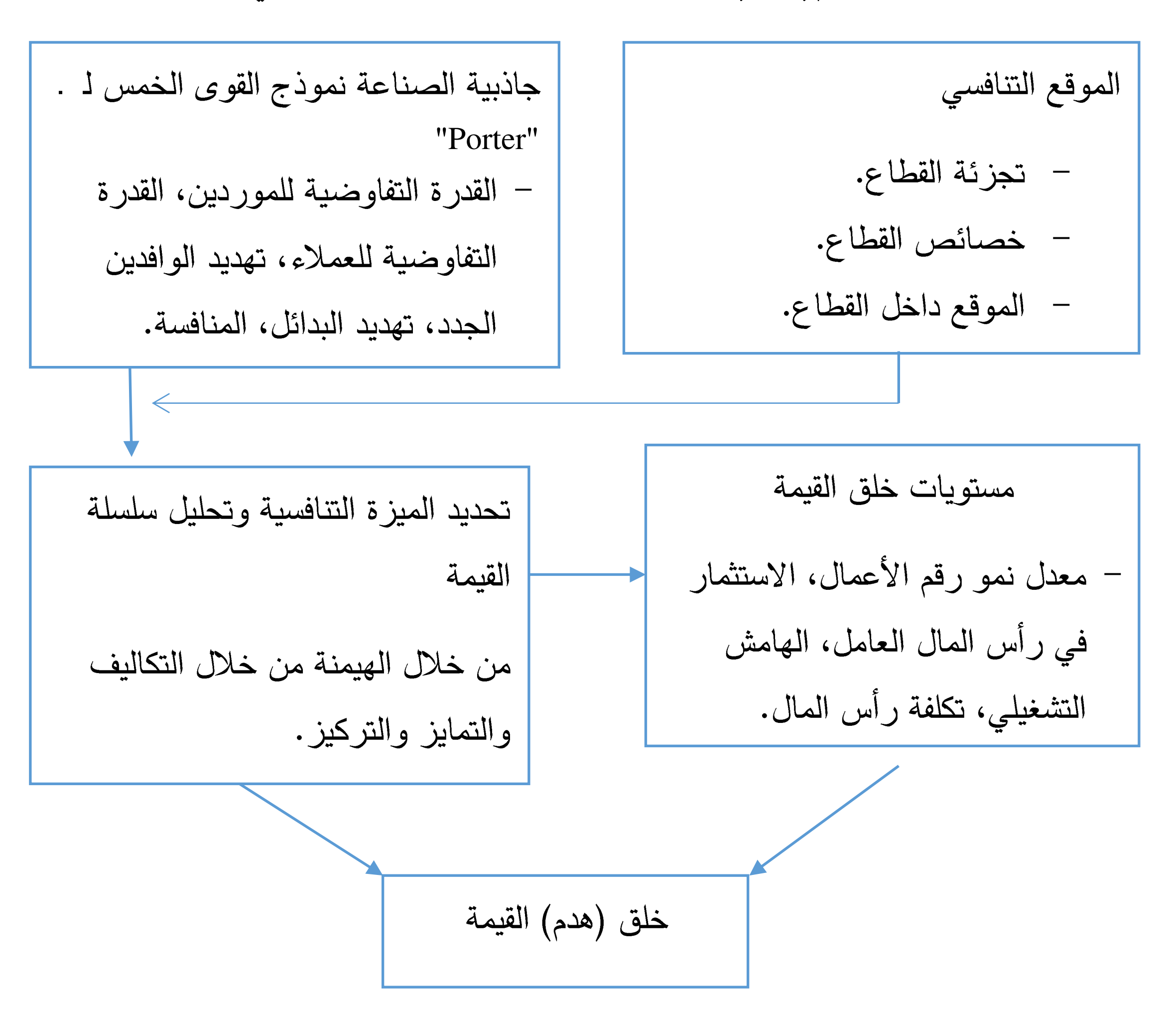
أولا: ركائز عملية خلق القيمة

هناك ثلاث ركائز يمكن ان تقوم عليها عملية خلق القيمة نذكرها فيما يلي:

1.ركيزة استراتيجية

تقوم على الميزة التنافسية إذ اقترح **Rappaport** عام 1987 نمذجة منهجية للعلاقة بين الميزة التنافسية وعملية خلق القيمة بناء على عمل **Porter** عام 1986 الموضح في الشكل التالي:

الشكل رقم(2-2): خلق القيمة من منظور التحليل التنافسي



Source : (Caby et al., 2013, p. 52)

من خلال الشكل تتطلب صياغة الاستراتيجية أولا قيام بتقييم القطاع والموقع التنافسي للمؤسسة في القطاع الذي تنتمي إليه بهدف تقييم امكانية خلق قيمة لكل قطاع من القطاعات التي تعمل فيها المؤسسة من خل سلسلة القيمة لـــ "Porter" حيث تحدد هذه القوى الخمسة خلق القيمة من خلال التأثير الذي تمارسه على العناصر مثل الأسعار والكميات المباعة ونوعية الاستثمارات.

2. الركائز المالية

وهي مختلف العوامل والسياسات والعمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة من خلال تحليل أثر السياسات المالية على القيمة، والتي تشمل عمليات الرفع المالي، إعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى الإدارة الجيدة للمخاطر المالية، كل ذلك من خلال التحكم الأمثل في تكلفة رأس المال وذلك من خلال العمل على تقليلها مع الحفاظ على مرونة كافية لدعم استراتيجيات المؤسسة(عماني و بن علي، 2021، ص103).

3. الحوكمة

يشير مفهوم الحوكمة مباشرة إلى تأثير القرارات الاستراتيجية على خلق القيمة بقدر ما يتم تحديد السياسة العامة للمؤسسة بشكل أساسي من قبل مديريها، حيث يتم وضع تعظيم القيمة تحت مسؤوليتهم، وهذا تحت رعاية حوكمة الشركات حيث كان دورها الأساسي موائمة سلوك المديرين مع هدف تعظيم القيمة باستخدام أدوات التحفيز وآليات الرقابة من أجل القضاء على الصراع بين المدرين والمساهمين، ومن بين آليات الحوافز نجد المكافآت المرتبطة بالأداء ومراجعة خيارات الأسهم(**Caby et al., 2013, p. 79-82**).

ثانيا: المتغيرات التي تساهم في عملية خلق القيمة

إن تنظيم الأعمال لخلق قيمة للمساهمين أسهل قولا من فعله، لأن على المسيرون أن يراعوا تكلفة رأس المال وأن يراعوا بعض من المتغيرات التي يمكن أن تساهم في عملية خلق القيمة ومن بين هذه المتغيرات نذكر مايلي(**Michel, 2006, p. 150**):

- العمل على تحسين معدل الهامش التشغيلي الصافي وذلك من خلال استخدام التكنولوجيا ووسائل الاتصال الحديثة بهدف تخفيض التكاليف الإدارية الانتاجية، استخدام المقاولة من الباطن، مركزية الوظائف المالية والإدارية.
- ضمان نمو المبيعات من خلال تطوير وانتاج منتجات جديدة، التوجه نحو أسواق جديدة، تحديد مزايا التنافسية، العمل على المزيج التسويقي.
- مراقبة رأس المال من خلال تقليل احتياجات رأس المال العامل عن طريق تخفيض معدل دوران العملاء والتأثير في معدلات دوران المخزون والموردين، الاستعانة بالتمويل التأجيري، تقييم الأصول الثابتة ومدى نجاعتها في تحقيق الأرباح.

إضافة إلى ما سبق يمكن تلخيص الأفكار الأساسية لخلق القيمة في النقاط التالية **(Koller et al., 2020, p. 25)**:

- في السوق الحقيقي يمكن خلق القيمة من خلال كسب عائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة الفرصة البديلة.
- كلما تمكنا من الاستثمار بأكبر عائد من تكلفة الأموال، هنا حققنا قيمة يعني أن النمو يؤدي إلى خلق قيمة إذا كان العائد الذي يحقق رأس المال أكبر من تكلفة الحصول عليه.
- لابد في البداية تحديد الاستراتيجيات التي تحقق أو تزيد من التدفقات النقدية الحالية أو الربح الاقتصادي.
- قيمة أسهم الشركة في سوق المالي تساوي القيمة الجوهرية بناء على توقعات السوق للأداء المستقبلي.

ثالثا: مؤشرات قياس خلق القيمة

توجد عديد من المقاييس لقياس القيمة أو الاستدلال على وجود خلق قيمة أو هدم القيمة، والتي يمكن تقسيمها إلى عدة معايير، لكن عموما سوف نسرد أهم المقاييس المعبرة عن القيمة في المؤسسات في النقاط التالية، مع الإشارة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة سيتم التطرق إليه في مبحث خاص.

1. القيمة النقدية المضافة CVA

يتوافق هذا المقياس مع النقد المتولد خلال العام بما يتجاوز ما يتوقعه الفرد من المؤسسة، وهو يشبه الترجمة النقدية لـــ EVA ويعبر عنه بالعلاقة التالية**(Thauvron, 2005, p. 205)**:

$$\mathbf{CVA = FT\ opérationnel\ (OCF) - FTopérationnel\ exige(OCFD)}$$

حيث أن:

OCF: التدفق النقدي التشغيلي يحسب وفق الصيغة التالية:

$$OCF = \mathbf{EBIT + EPS - \Delta BFR - I}$$

علما أن:

EBIT: الربح التشغيلي.

EPS: ربحية السهم.

I: الاستثمارات.

ΔBFR: تغبر في الاحتياج رأس المال العامل.

OCFD: التدفق النقدي التشغيلي المتاح يحسب وفق العبارة التالية:

$$OCFD = CMPC * A$$

وأن:

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

A: اجمالي الأصول.

2. مؤشر القيمة

تخلق المؤسسة قيمة إذا كان العائد على حقوق الملكية أكبر من العائد المتوقع يتم التعبير عن هذا المؤشر من خلال الرمز IV ويطلق عليه كذلك رافعة القيمة وفق العلاقة التالية **(Caby et al., 2013, p. 25)**:

$$\mathbf{IV} = \frac{R_{\mathbf{F}}}{\mathbf{E(CP)}}$$

حيث أن:

R_F: المردودية المالية المعبر عنها بالنتيجة الصافية على الأموال الخاصة

E(CP): العائد المتوقع لحقوق الملكية.

3. عائد التدفق النقدي على الاستثمار(CFROI)

تم تطويره في الأصل من قبل Holt Value Associates التابعين لمكتب الاستشارات (CSFB) Credie suisse-First Boston، فهذا المؤشر يستخدم من قبل مديري المحافظ والمديرين التنفيذين وهذا لأنه يتوافق مع معدل العائد على رأس المال المستخدم والمقدر على أساس التدفقات النقدية المستقبلية، يتم حسابه من معدل العائد الداخلي الذي يساوي القيمة التدفقات النقدية المستقبلية **(CFE)** مع إجمالي الأصول الاقتصادية المعدلة على أساس التضخم **(AEB)** وفق الصيغة التالية**(Thauvron, 2005, p. 202)**:

$$CFROI = \frac{CFE(1 + CMPC)}{AEB}$$

مع العلم أن:

$$\mathbf{CFE = NOPAT + DPA - BFR}$$

حيث أن:

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

NOPAT:الربح التشغيلي بعد الضريبة.

DPA: الاهتلاكات والمؤونات.

BFR: الاحتياج في رأس المال العامل.

4. القيمة السوقية المضافة

تعبر القيمة السوقية المضافة عن القيمة التقديرية الحالية لرأس المال المستثمر في المؤسسة ولحسابها نقوم بــ(مقدم، 2020، ص 109):

- جمع كافة الأموال التي تحتويها المؤسسة من المساهمين والعوائد المحتجزة للاستثمار.
- إعادة تصنيف بعض المصاريف المحاسبية كمصاريف البحث والتطوير.
- حساب قيمة الأسهم الفعلية وإضافتها إلى مجموع ديون المؤسسة وذلك باستخدام الأسعار السوقية الحالية للأسهم.

فإذا كانت القيمة الناتجة أكبر من مجموع رأس المال المستثمر فإن ذلك دليل على خلق قيمة سوقية مضافة.

وبعبارة أخرى يقيس مؤشر القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية لرِؤوس الأموال المستثمرة وقيمتها المحاسبية، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تمثل مؤشر للقيمة المنتجة لفترة زمنية ما، فإن القيمة السوقية المضافة تأخذ بعين الاعتبار مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من طرف السوق المالي(الغرباوي، 2020، ص 77).

5. الدخل المتبقي

هو أحد الاقتراحات التي جاءت للتغلب على سلبيات التدفق النقدي باعتباره رقم مطلق وليس نسبة مئوية كالعائد على الاستثمار، فالربح المتبقي هو الفرق بين الدخل التشغيلي ورأس المال المستثمر بعد الفائدة، ويتم تحديد الفائدة على أساس الحد الأدنى لمعدل العائد على الاستثمار من قبل المؤسسة والذي يحدد عادة وفقا للمتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال(الزويلف، 2022، ص 360)، وبتعبير أخر يشير الربح المتبقي إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه في بديل استثماري أخر(شقيري، 2007، ص 255).

6. إجمالي عائد المساهمين (TSR)

هذا النموذج يتوافق مع نهج الذي طورته مجموعة بوسطن الاستشارية حيث يمثل معدل مكافأة المساهمين، يتم قياسه انطلاقا من التغير في القيمة السوقية للمؤسسة على مدار سنة مضافا إليه مبلغ الارباح معبر عنه بنسبة مئوية، وهذا النموذج لا يتم حسابه إلا في المؤسسات المدرجة في البورصة، كما يمكن حسابه انطلاقا من السعر، أي السعر (السعر في نهاية السنة – السعر في البداية + الأرباح)/ السعر في البداية**(Thauvron, 2005, p. 204)**.

7. نموذج القيمة لـــ Mc Kinsey

أشار كل من "Copeland & .Koller " و"Murrin" عام 1994 في كتباهم التقييم: قياس وإدارة القيمة أن قيمة الشركة تتكون من الفرق بين القيمة الحالية للتدفق النقدي خلال الفترة وقيمة التدفق النقدي النهائي، يعني التنبؤ بالتدفق النقدي المتاح في البداية ثم تقدير تكلفة الأموال وفي أخير تحديد القيمة النهائية والصيغة التالية توضح ذلك**(Caby et al., 2013, p. 31-32)**:

$$V = CFD + V_t$$

حيث أن:

$$\mathbf{CFDt = RE + Dot\ Am\ et\ Pro - \Delta BFR - I}$$

$$\mathbf{v_t = \frac{CFDt + 1}{CMPC - g}}$$

حيث أن:

CFD: التدفق النقدي المتاح في الفترةt.

RE: نتيجة الاستغلال.

Am : مخصصات الاهتلاك والمؤونات

BFR : تغير في احتياجات رأس المال.

I: الاستثمارات.

v_t:القيمة النهائية.

CMPC:التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

g : معدل النمو الدائم لتدفق النقدي المتاح.

والجدير بالذكر أن القيام بالتوقع لفترات طويلة من الزمن يصبح معقدا للغاية إن لم يكن مستحيل، ولكن لحل هذا النوع من الصعوبة اقترح "peterson" عام 1993 بعض اقتراحات لعلاج

هذه الصعوبة من خلال تقسيم الفترة المتوقعة للمؤسسة إلى ثلاث فترات فرعية وهي كالتالي **(Gliz, 2020, p. 166)**:

- الفترة الأولى من ثلاث إلى خمس سنوات يقوم من خلالها المقيم بعمل تنبؤات الأكثر دقة يتعين عليه إجراء تحليل مفصل للنشاط مع دمج كافة المعلومات الجديدة من ضمنها الاستثمارات المخطط لها، ظهور منافسين جدد، تطوير التكنولوجيا المراد استخدامها، تغيير الأسعار، وكل ذلك بهدف تحديد التدفقات النقدية المتوقعة.
- أما الفترة الفرعية الثانية تهدف إلى معرفة أخم المتغيرات الأساسية للمؤسسة مثل معدل دوران ومعرفة ربح المؤسسة بناء على التطور النشاط السابق.
- وفي الأخير الفترة الفرعية الثالثة تمتد إلى مالا نهاية وتبدأ خلال نهاية الفترة الفرعية الثانية، وخلال هذه الفترة يفترض أن التدفقات النقدية ستنمو بمعدل ثابت.

المبحث الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة

إن الدور الجديد للإدارة المالية أصبح يعتمد على أدوات ووسائل لقياس أداء المؤسسة ترتكز على مبدأ تعظيم القيمة وليس الاعتماد على الربح في تبيان مدى نجاح المؤسسة من عدمه، وهذا ما يملي على المسيرين في المؤسسة الاضطلاع بمسؤولية التقييم الاقتصادي لا التقييم المحاسبي الذي كان يعنى فقط بقياس الربحية المحاسبية أو ربحية السهم، ولكن عليهم النظر إلى أفق بعيدة وهي الربح الاقتصادي والذي أصبح يسمى بالقيمة الاقتصادية المضافة **EVA** وهي أكثر مداخيل قياس خلق القيمة شيوعا، كما أنها تمثل المفهوم الجديد القديم الذي يهتم بتقييم أداء الإدارة والوقوف على مقدار ما تضيفه إلى ثروة الملاك، ومعنى المفهوم القديم هو ظهورها لأول مرة في القرن الثامن عشر لأنه تم الاشارة إليها على أنها الربح الاقتصادي، والمفهوم الجديد هو أنها خضعت لكثير من التعديلات والتطورات من قبل مطوريها في شركة **Stern Stewart**، وسيتم الإحاطة بها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية القيمة الاقتصادية المضافة

سيتم التطرق إلى مايلي:

أولا: السياق التاريخي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

يعود أصل مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة في الصورة التي عليها إلى كل من "Jol Stern" وزميله "Bennett Stewart" عام 1982 واللذان كانا يعملان أنداك في شركة Stern Stewart للاستشارات إذ كان من قبل يطلق عليه الربح الاقتصادي أو الدخل المتبقي الذي نادى به " Alfred Marshall" القائم على خصم تكلفة رأس المال الذي يقدمه الملاك يعادل سعر الفائدة الجاري، ثم جاءت مساهمات "Modigliani & Miller " بعد إكمال تحديد معدل العائد على الاستثمار التي بدأها "Fisher" في الثلاثينيات من القرن العشرين، إذ أن الباحثان قدما دعامة أساسية لمدخل القيمة الاقتصادية المضافة من خلال بحثهم عام 1976 حول عالم يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة وأن المصدر الأساسي للقيمة هو الدخل الاقتصادي المتمثل في صافي الربح التشغيلي ومعدل العائد الذي تطلبه مصادر التمويل، ولم يتوقف "Modigliani & Miller " عند ذلك بل قدما كذلك دعامة أخرى متمثلة في أن خلق الثروة لا يتحقق إلا من خلال صافي القيمة الحالية للاستثمار موجبا وهذا

من أجل قبول اقتراح هذا الاستثمار، من هذا المنطلق كان تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة قائم على مفهوم الربح الاقتصادي من قبل الشركات ذات الحجم الكبير من أمثال جنرال موتورز عام 1920 ثم شركة متسوشيتا اليابانية عام 1930 ثم شركة جنرال إلكتريك عام 1950، هذا ما أعطى دافعا لـــــ "David Solomon" بجامعة وارتون بهدف استخدام الدخل الفائض لتقييم أداء الأقسام إلا أنها باءت بالفشل بسبب عدم توفر أساس حينذاك لتقدير تكلفة الأموال واستمر الحال حتى ظهرت عوامل ساعدت في إعادة صياغة مفهوم الربح الاقتصادي لتحل محله القيمة الاقتصادية المضافة التي ارتبطت بالعلامة التجارية لشركة Stern Stewart في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ بدأت في استخدام هذا المؤشر لقياس الأداء بعد إجراء العديد من التعديلات والتسويات التي لها علاقة بصافي الربح والعائد على الاستثمار إلى أن انتشر وبدأ ينال اهتمام الباحثين والمسيرين في المؤسسات، إذ أصبح البعض منهم يدرجه ضمن التقارير الصادرة في نهاية السنة المالية من أمثال شركة Inofsys Technologies عام 1994، ثم الشركة الهندية HLL عام 1996 وشركة BPL عام 1997 وثم شركة أليكان في كندا عام 2005، وكل هذا بسبب أن القيمة الاقتصادية المضافة قد حلت محل المؤشرات التقليدية في مجال التقييم المالي وقد أزالت الغموض المتعلق بربط القرارات المالية و أصبحت أحد أدوات الرقابة والمتابعة والتقويم**(النعيمي والتميمي، 2007، ص 129-130، الهندي، إيفا المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء، 2010، ص 20-25).**

ثانيا: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة هي: «مصطلح تم اقتراحه من قبلStern& Stewart عام 1991بهدف تحديد وقياس قدرة الشركة على خلق قيمة صافية، فهذا المصطلح يرتبط بالدخل المتبقي الذي هو صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب يزيد عن الربح المطلوب المتمثل في معدل العائد على الاستثمار، أي الربح التشغيلي مطروح منه رأس المال المستثمر بعد الفوائد»**(Jiambalov, 2018, p. 463-464).**

كما يمكن تعريفها على: «أنها الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال»**(crant, 2003, p. 4).**

كما تعد القيمة الاقتصادية المضافة: «مقياس للقيمة التي أضافتها أو هدمتها إدارة المؤسسة إلى مؤسستها بالإضافة إلى ما يطلبه حملة رؤوس الأموال»**(جايد، 2010، ص 557).**

كما تعرف أنها: «مقياس دوري مطلق تحكم وتدير جميع المستويات الهرمية للمؤسسة لأنها الاجراء الصحيح المستخدم في تقييم المؤسسة وتحديد الأهداف والتواصل مع المستثمرين ووضع الميزانية»**(Matthias, 2003, p. 66)**.

كما يمكن القول على أنها: «تقنية لتحسين عملية التخطيط وإطار عمل لتقييم القرارات وقياس الاستثمارات وتشكيل الاستراتيجيات يهدف تحقيق القيمة»**(Stewart, 2013, p. 1)**.

بالإضافة إلى أنها: « قدرة مسيري المؤسسة على خلق القيمة الحالية أي القدرة المتعلقة بالاستخدام الأمثل والجيد للموارد المتاحة للمؤسسة في النشاط الاقتصادي مع الأخذ بعين الاعتبار أن لرأس المال الاقتصادي تكلفة متمثلة في التكلفة الوسطية المرجحة»**(عماني و بن علي، 2021، ص 132)**.

وعليه يمكن القول أن القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس لتقييم أداء المؤسسة والوقوف على مقدار ما تضيفه الإدارة إلى ثروة الملاك، يختلف عن المقاييس المحاسبية التقليدية بسبب خلوه من التكاليف المباشرة لرأس المال، كما لها ارتباط وثيق بالربح الاقتصادي.

وما يلاحظ على التعريفات أنا كل كاتب يعرف القيمة الاقتصادية المضافة من زاوية مجاله واختصاصه، ومن بين التعريفات من ينظر إلى EVA على مقياس لكفاءة الادارة في التسيير والتخطيط وأنها اجراء يستخدم لتقييم المؤسسة.

ويمثل مؤشر القيمة الاقتصادية مقياس لأداء الإدارة وقدرتها على خلق قيمة للمساهمين أو تحطيمها، وإذا أرادت ادارة المؤسسة زيادة تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة فعليها مراعاة مجموعة من الاعتبارات التالية**(الحناوي والعبد، 2006، ص 506)**:

- **النمو:** يجب أن تستثمر المؤسسة رأس مالها في استثمارات تدر عائد أكبر من تكلفة رأس المال.
- **تحسين العمليات:** يجب على إدارة المؤسسة زيادة كفاءة عملياتها والرقابة على التكاليف، مما يؤدي إلى زيادة الانتاجية، ومن ثم زيادة صافي الربح التشغيلي قبل الضريبة.
- **إدارة الأصول:** يمكن تحسين القدرة على إدارة الأصول عن طريق التنازل عن الأصول المعطلة، وزيادة استغلال الأصول، فمثلا من المتوقع أن يؤدي زيادة معدل دوران الذمم والمخزون إلى استغلال هذه الأصول بشكل أفضل مما تنعكس أثاره الايجابية على القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الثاني: مميزات ومحددات القيمة الاقتصادية المضافة

سيتم التطرق إلى مزايا وعيوب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العناصر التالية:

أولا: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة

مما سبق ذكره ولكون القيمة الاقتصادية المضافة تعد من الموضوعات المهمة في مجال تقييم الاداء المالي للمؤسسات فإن مميزات هذا الأسلوب تكمن في النقاط الآتية(الزبدي، 2008، ص 173-174):

- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين.
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري.
- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدراء المؤسسات.
- معيار لقياس النمو الحقيقي لربح المؤسسة في المدى الطويل.
- مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق.
- وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا.
- وسيلة لحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء والمساهمين.
- أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية.
- أداة لتقييم الشامل لعملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية.
- معيار يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في الشركة في إطار الرقابة والمتابعة.
- تطبيقها في المؤسسات يضمن الاستثمار في المشروعات ذات عائد أكبر من تكلفة الاستثمار أو استعمال رأس مال أقل للحصول على ذات العائد.
- تساعد القيمة الاقتصادية المضافة على توحيد وضبط القرارات مع ثروة المساهمين، إذ تعمل على دمج مبدئين ماليين أساسيين في عملية اتخاذ القرارات الاول هو تعظيم قيمة المساهمين والثاني هو أن قيمة المؤسسة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

لكن هذه المزايا لا يمكن أن تتحقق إلا للمؤسسات التي تتوفر فيها مجموعة من الخصائص أبرزها مايلي(الهندي، إيفا المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء،2010، ص 211-212):

- **مدى استقلالية الوحدات الانتاجية:** الاستقلالية تعتبر متطلب أساسي لإمكانية الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء، فعندما يتشارك أكثر من وحدة انتاجية في استخدام التركيبات الانتاجية أو في الاستعانة بالموارد البشرية أو التسويقية، تضعف فرص المحاسبة والتحفيز العادل لذلك يمثلان الأساس نجاح المدخل المذكور.
- **مدى اقتناع المدير التنفيذي:** لابد أن يكون لدى المدير التنفيذي القدرة والرغبة في بث الحماس ومتابعة التنفيذ فلقد كشف الواقع عن حالات وافق فيها المدير التنفيذي على تطبيق أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة، دون أن يدرى أبعادها، وفي حالات أخرى كانت الموافقة لمجرد الاعتقاد بأنه من المناسب أن يدرك السوق أن المؤسسة تطبق ذلك المدخل.
- **استمرارية المدير:** لابد أن يبقى المدير في موقعه لفترة كافية لتنفيذ أفكاره، ثم محاسبته بعد ذلك على ما انتهى إليه الأداء جراء تطبيق أفكاره، إذ أن التنقل المستمر للرؤساء بين الوحدات المختلفة من شأنه أن يجعل عملية المحاسبة عن الأداء صعبة، وذلك لتجنب رؤساء الوحدات التركيز على الأداء في المدى القصير، والاهتمام بدرجة أكبر بالأداء على المدى الطويل.
- **مدى النجاح في ربط الحوافز بالأداء:** لا ينجح أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات التي يكون فيها نظام الحوافز غير مرتبط بالأداء، ومن أفضلها هو خيارات الأسهم التي تعطي الأحقية لأعضاء الادارة من شراء عدد من أسهم المؤسسة التي يعملون لأجلها، وكل ذلك بهدف دفع المدراء أو أعضاء الإدارة من رفع مستوى الأداء بشكل يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يفوق سعر التنفيذ بهدف تحقيق الأرباح وهذا يناسب أعضاء الإدارة العليا فقط دون رؤساء الوحدات وهذا راجع لصعوبة التوفيق بين حركة الأسهم وبين الوحدة المرؤوسة من قبلهم وبالتالي استحداث حوافز أخرى تتماشى مع وظيفتهم.

ثانيا: عيوب القيمة الاقتصادية المضافة

لكن على الرغم من هذه المزايا إلا أن تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة له بعض المحددات في استخدامها وذلك وفق الآتي**(النعيمي والتميمي، 2007، ص 135-136):**

- **فروقات حجم المؤسسات:** إذ أن بعض المؤسسات يصعب لها التعامل مع هذا المدخل لا سيما الشركات المالية والحديثة التأسيس.

- **الاتجاهات المالية:** إذ أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد في حسابها على المحاسبة المالية للإيرادات والنفقات، وفي هذه الحالة يستطيع المدراء من معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عمليات اتخاذ القرارات، إذ بالإمكان المناقلة لهذه الفقرات بيت الفترات المحاسبية وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء المؤسسة.
- **الاتجاهات في الأجل القصير:** إذ أن أسلوب القيمة الاقتصادية ينظر إلى فترات سابقة وعليه فإنها تتعامل مع نتائج حالية لا تأخذ بنظر الاعتبار دور الابداع والابتكار في تكنولوجيا المنتوج والعمليات والتي تحتاج إلى أجل طويل لخلق القيمة وعليه إدخال نفقات الابداع والابتكار ضمن الفترة المحاسبية للقيمة الاقتصادية المضافة.

بالإضافة إلى بعض المحددات الأخرى تواجه المؤسسات عند تنفيذ مدخل القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الاعتقاد بأنها لا تشجع على ضخ المزيد من الاستثمارات وتعارضها مع الجهود التي تسعى إليها بعض من المؤسسات، ومن بين هذه المشاكل نجد**(الهندي، إيفا المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء، 2010، ص 312-313):**

- عدم تشجيع الاستثمار نتيجة تكلفة التمويل التي يتم خصمها من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، هنا قد تتجنب الإدارة تنفيذ اقتراحات استثمارية جديدة رغم ما قد يكون لها من أثر إيجابي على المدى الطويل على الأداء المالي، واعتمادهم على تلك التي تحقق عائد سريع ونظر لما قد تسببه من ارتفاع في تكلفة التمويل وانخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة.
- صعوبة الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أداء الإدارات والاقسام في المستوى الأدنى وذلك كون السعي الدائم للمؤسسات من أجل تحقيق تكامل أفقي أو رأسي في عملياتها بهدف تخفيض التكاليف أو زيادة الايرادات، إذ أن التكامل يعني مشاركة الأقسام في استخدام الموارد المتاحة مثل القوى العاملة وما إذا كان أحد الأقسام يعتمد على مخرجات قسم أخر، كل ذلك يؤثر على مدخل القيمة الاقتصادية المضافة التي تقوم على أساس الحوافز، على الرغم من أنا التكامل يحقق الوفرات إلا أنه يخلق مشكلة الاستغلال المشترك لتسهيلات المتاحة ومشكلة أسعار التحويل خاصة للأقسام في المستويات الدنيا.

المطلب الثالث: العناصر المكونة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

قبل التطرق لمكونات EVA هناك تعديلات قدرتها شركة Stern-Stewart بما يعادل 160 عنصر إلا أن الممارسات اقتضت حوالي عشرة عناصر هي الأكثر أهمية، مع امكانية إضافة عناصر أخرى تتماشى مع ظروف المؤسسات، حيث تم الاشارة في هذا الصدد إلى أن هناك أكثر من مستوى للتعديل فهناك ما يسمى بالقيمة الاقتصادية المضافة الأساسية والتي لا تتطلب أي تعديل على البنود ومن ثم لا تخرج عن كونها الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وتكلفة رأس المال، بالإضافة إلى وجود قيمة اقتصادية مضافة مفصح عنها وهذه تتطلب إجراء تعديلات على بنود التكلفة في القوائم المالية المنشورة، ولكن تؤكد شركة Stern Stewart أن العبرة ليست في عدد التعديلات اللازمة وانما يتمثل في منظور المسيرين إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومن بين التعديلات التي تحتاج إلى إعادة النظر نجد فروق تقييم المخزون السلعي، قسط اهتلاك الأصول الثابتة، قسط إطفاء شهرة المحل، نفقات البحوث والتطوير، مخصص الديون المشكوك فيها، الضرائب المؤجلة، التأجير التشغيلي، إعادة هيكلة الأصول(الهندي، حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، 2011، ص 348-349).

وفي مايلي شرح بعض هذه التعديلات: (الحناوي و العبد، 2006، ص. 493-496 ،الهندي، حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، 2011، ص 349-359):

- **معالجة الفروق الضريبية:** تبين قائمة الدخل (حسابات النتائج) مدفوعات الضرائب والتي يمكن أن تكون المؤسسة قد قامت بدفعها فعلا أم لم تقم بدفعها، حيث أن القوائم المالية تعد وفق لمبدأ الاستحقاق إذ يطلق على الفرق بين ما تتحمله المؤسسة من المصاريف وما دفعته فعلا بالفروق الضريبية، وبالتالي على المؤسسة إضافة هذا الفرق إلى رأس المال وذلك بهدف التخلص من التشوه الناتج عن الضرائب التي لم تدفعها، وتضاف كذلك للسنة الحالية إلى الربح بغية الوصول إلى صافي ربح العمليات قبل الضريبة.
- **فرق تقييم المخزون:** يوجد طريقتين لتقيم وتقدير تكلفة المخزون الوارد أخيرا صادر أولا (LIFO) والوارد أولا وصادر أولا (FIFO)، فمثلا في ظل الاتجاه الصعود لمعدلات التضخم، فإن أسلوب التقدير (LIFO) يدل على أن أسعار المخزون التي سوف تحمل بها قائمة النتائج تكون أعلى من الاسعار الشراء منذ فترة وهو ما يترتب عليه الارتفاع قيمة تكلفة البضاعة

المباعة في حسابات النتائج، وهذا ما يؤثر على رصيد آخر المدة للمخزون في الميزانية بسبب كون أسعار وحداته بعيدة عن الأسعار الجارية، وكل هذا يؤثر على الأصول الجارية وعلى رأس المال المستثمر والذي هو أساس في حساب القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن هذه الفجوة قد تقل في استخدام الأسلوب الثاني وهو(FIFO) فالبضاعة المشتراة لن تبقى طويلا في المخازن لدرجة يمكن أن يكون الفرق بين القيمة الدفترية للمخزون وقيمته السوقية كبيرا، كما أن تكلفة البضاعة المباعة تكون قريبة بدرجة كبيرة من الأسعار الجارية، إذ أن المؤسسات التي تعتمد على طريقة الوارد أخير صادر أولا تلجأ إلى تقييم المخزون على أساس الأسعار الجارية وتظهر الفرق الناتج بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية ضمن التوضيحات المصاحبة للقوائم المالية ضمن تقرير احتياط تقييم المخزون، لكن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة ينادي إضافة الزيادة في رصيد الاحتياطي من فترة إلى أخرى ضمن صافي الربح التشغيلي.

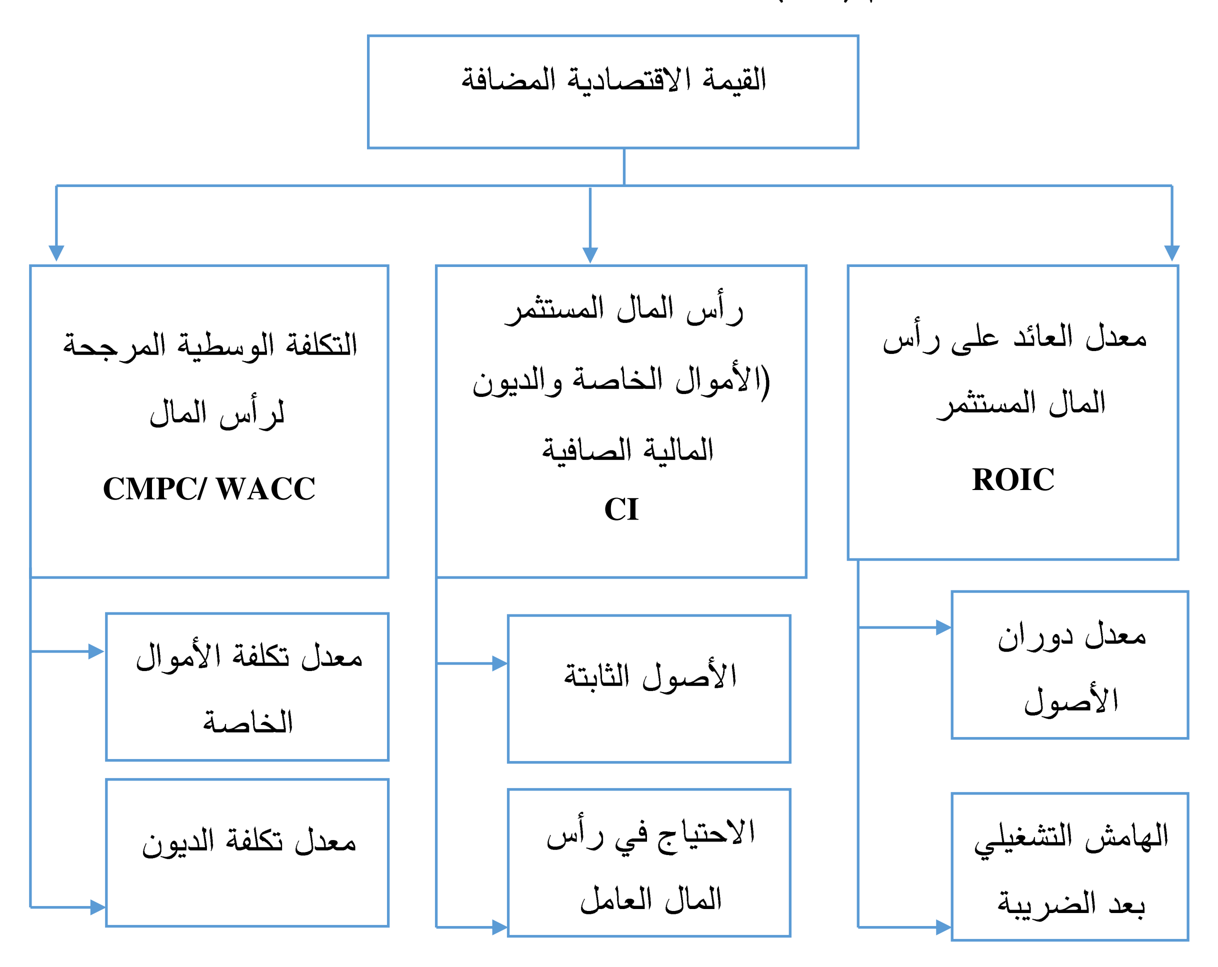
- **مخصص ديون مشكوك فيها:** إن الديون المشكوك فيها تعتبر بمثابة مصروفات لا تترتب عليها تدفقات نقدية خارجية، فضمن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة الذي يقوم على الربح الاقتصادي والذي يهتم بالتدفقات النقدية، ينبغي إعادة المخصص الذي تم خصمه من الإيرادات إلى صافي الربح التشغيلي على أساس أن الدين لم يتم إعدامه بالفعل، وفي الجانب الأخر لابد من إضافة مجموع مخصص الديون المشكوك فيها إلى أرصدة العملاء في الجانب الأصول والذي سوف ينعكس على الجانب الآخر من الميزانية في زيادة حجم رأس المال المستثمر، ولكن إن أعدمت بعض هذه الديون المشكوك فيها هنا يتم خصمها مباشرة من رصيد المدينين في الميزانية على أن تخصم كذلك في جانب الخصوم من رصيد مجمع الديون المشكوك فيها.
- **رسملة العناصر غير ملموسة:** هذه العناصر التي تتمثل في نفقات البحوث والتطوير يترتب عليها منافع اقتصادية طويلة الأجل للمؤسسة، وفي ظل مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يتم رسملة التغيرات الناجمة عنها في رأس المال أما قسط الاستنفاذ أو النفاذ السنوي للعناصر غير ملموسة فيتم تعديل صافي ربح العمليات قبل الضريبة به.
- **قسط اهتلاك الأصول الثابتة:** على الرغم من أنا أقساط الاهتلاك لا تعتبر تدفقات نقدية حقيقية إلا أن أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة يوصي بمعاملته كأي مصروف نقدي وليس مجرد قيد محاسبي مقيد ضمن الدفاتر المحاسبية، وهذا راجع لسببين أحدها هو أن قسط الاهتلاك يمثل

قيمة تقريبية للتكلفة الاقتصادية لاستخدام الأصل خلال فترة معينة، أما السبب الأخر هو أنه لو افترضنا أن المؤسسة لم تشتري الأصل بل قامت بتأجيره هنا يتم خصم قيمة قسط التأجير من الإيرادات التشغيل، ولا تقتصر نظرة القيمة الاقتصادية المضافة عند هذا الحد بل تذهب إلى طرق حساب هذا القسط، بل وتوصي بحسابه بأسلوب القسط المتزايد أي أسلوب الانخفاض السنوي المتزايد في قيمة الأصل، وهذا لكون قيمة القسط تتغير بنمط تغير مكونات أقساط سداد القرض الذي يفترض أن المؤسسة قد حصلت عليه لشراء الاصل.

- **أعباء إعادة هيكلة الأصول:** إن المبادئ المحاسبية تقتضي بضرورة تحميل قائمة النتائج بقيمة التخفيض الذي قد يحصل على قيمة الأصول، إذ أن هذا التخفيض يمكن اعتباره من التكاليف والخسائر الأمر الذي قد يؤدي إلى تخفيض مؤشرات الربحية مما يجعل الإدارة تتردد في إعادة هيكلة أصولها خاصة إذا كان هذا الانخفاض جراء قرارات خاطئة من طرفهم أو من طرف مسيرين سابقين لهم، لكن أسلوب القيمة الاقتصادية له رأي أخر وهو يجب القيام بإعادة القيمة التي انخفضت بها الأصول إلى صافي ربح التشغيل لتعويض الانخفاض في الربحية الذي أحدثته الممارسات المحاسبية كما يعاد إلى جانب الأصول، وما يترتب عن إعادة الهيكلة هو تخفيض صافي الربح التشغيلي بما يعادل نصيب السنة من قيمة تكاليف إعادة الهيكلة (قسط الاقتناء).
- **معالجة استنفاذ الشهرة:** تؤدي النفقات غير النقدية مثل الشهرة إلى تشويه رأس المال ونظرا لأن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على قياس العائد النقدي المتولد من النقدية المستثمرة في المنشأة لذلك يجب إضافة إهلاك الشهرة إلى رأس المال وكذلك إضافة إهلاك الشهرة للعام الحالي إلى صافي الربح قبل الضريبة، وهذا راجع لي أن شهرة المحل تمثل أصل استثماري حسب أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة له أثار مستقبلية على ربحية المؤسسة كما أن بعضها له صفة الدوام إذ قد يرتبط ببراءة الاختراع أو بعلامة تجارية، وقد يكون مرتبط بسمعة المؤسسة في حد ذاتها قد كونتها على مدى سنوات بشكل يصعب الادعاء بأن هذه الشهرة قد تنتهي خلال فترة محدودة.

وبعد التطرق إلى التعديلات التي اقترحتها شركة Stern-Stewart يمكن تلخيص مكونات القيمة المضافة من خلال شجرة القيمة المستوحاة من Rappaport عام 1998 والمبينة في الشكل التالي

الشكل رقم (2-3) : مكونات حساب القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: (عماني و بن علي، 2021، ص 135).

انطلاقا مما سبق يمكن قياس القيمة الاقتصادية المضافة انطلاقا من احدى المعادلات التالية(**Caby et al., 2013, p. 35**):

$$\mathbf{EVA = (R_e - CMPC)CI}$$

$$EVA = NOPAT - (CMPC * CI)$$

$$\mathbf{EVA = CFD + \Delta CI - (CMPC * CI)}$$

حيث أن:

$\mathbf{R_e}$: المردودية الاقتصادية محسوبة بالنتيجة الاستغلالية إلى رأس المال المستثمر.

CI: رأس المال المستثمر.

$\mathbf{NOPAT_t}$: الربح التشغيلي بعد الضريبة.

$\mathbf{\Delta C_t}$: التغير في رأس المال المستثمر.

$\mathbf{CFD_t}$: التدفق النقدي المتاح.

وبالاعتماد على الشكل رقم(2-3) والمعادلات نشرع في شرح مكونات حساب القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي:

أولا: معدل العائد على الاستثمار

العائد عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، عكس الربحية التي تعني الاستثمار في الأصول التي تولد أكبر قدر ممكن من العائد مع خفض التكلفة، وهذا ما يدل على أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي**(دريد، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، 2007، ص 153).**

كما يعد نظام العائد على الاستثمار الذي طورته شركة دوبونت أحد الشركات الكيميائية الأمريكية أداة فعالة في المراقبة، إذ يبين تأثير قرارات الإدارة على كافة المستويات ويمكن الإدارة من تحديد مناطق الصعوبة في أداء المؤسسة واتخاذ الاجراءات التصحيحية اللازمة، إذ يتم حسابه انطلاقا من قسمة الأرباح الصافية على إجمالي الأصول أو الأرباح الصافية على المبيعات، ولكن قوة هذا النظام تكمن في شكل التدفق، وهذا ما سوف يبينه الشكل رقم (2-4) الذي يبين العناصر المكونة لحساب معدل العائد على الاستثمار والمكون من قسمين حيث يظهر القسم السفلي من الشكل مكونات نسبة الأرباح الصافية على المبيعات، بالإضافة إلى القسم العلوي الذي يبن عناصر الأصول المتداولة من النقد والحسابات المدينة ومخزون.

شكل رقم (2-4): يوضح نظام دوبونت لحساب العائد على الاستثمار

ثمار

دوران الأصول

المبيعات

إجمالي الأصول

أصول جارية

النقد

الحسابات المدينة

المخزونات

الأوراق المتداولة

أصول غير جارية

نسبة هامش

الأرباح

المبيعات

تكلفة المبيعات

تكلفة البضاعة المباعة

الاهتلاكات

مصاريف البيع

مصاريف إدارية

فوائد الديون

الضريبة على الارباح

المبيعات

المصدر : (الميداني، 2010، ص181).

ثانيا: رأس المال المستثمر

الاستثمار هو «توظيف مبالغ مالية قصد إحداث أو اكتساب أصول ثابتة على أمل الحصول على أرباح في فترات زمنية لاحقة»(غربي و براق، 2018، ص 74)، أي تحويل الأموال إلى نشاط فعلي متبوع بتدفق أموال، وأما رأس المال يراد به ما تملكه أي جهة من قيم استعمالية في لحظة زمنية معينة سواء اتخذت شكل أصول ثابتة أو متداولة أو حقوق عينية، وبالتالي فإن رأس المال المستثمر يتمثل في إجمالي الديون مضافة إليها حقوق الملكية (الأموال الخاصة) من منظور المالي، أما المنظور التشغيلي فهو مجموع الأصول التشغيلية مطروح منها الالتزامات التشغيلية، أي المبلغ المستثمر في الأنشطة التشغيلية الذي يتطلب عائدا(الحكيم، 2017، ص 118).

ثالثا: تكلفة التمويل

تعرف تكلفة التمويل على أنها المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المؤسسة، أي معدل المردودية الواجب تحقيقه من السياسة المالية المتبعة من المصادر التمويلية المستخدمة في التمويل(الطويل، 2010، ص 105).

عادة ما تضع المؤسسة خطة محددة بشأن هيكلها المالي والتي تم التطرق إليه سابقا إذ يتكون من عدة مصادر حيث يقرر أصحاب التسيير أي عنصر مهم يتم الاعتماد عليه انطلاقا من تكلفته إذ أن كل مصدر من مصادر التمويل المعتمدة في التمويل تختلف من مؤسسة إلى أخرى ولكل مصدر تكلفة خاصة به والتي يمكن ابرازها كالتالي:

1. تكلفة الديون

والمتمثلة في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمقرض وهو ما يعرف بالتكلفة الحقيقية والتي تقدر وفق العبارة التالية(محمد الفاتح، التمويل والاستثمار في الاسلام، 2016، ص 83):

$$K_d = i(1-t)$$

حيث أن:

K_d: مبلغ القرض

t: الضريبة

i: معدل الفائدة.

2.تكلفة الأسهم

ويقصد بها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم ويتم حسابه وفق نموذج "Jordan Shapiro" وفق العلاقة التالية(ساحل، 2019، ص 87):

$$\mathbf{K_a = \frac{D_i}{P_0} + g}$$

حيث أن:

K_a: تكلفة التمويل بالأسهم (العائد المتوقع للسهم).

P_0: القيمة السوقية للسهم.

D_i: توزيعات الأرباح.

g: معدل نمو توزيعات الأرباح.

بالإضافة إلى طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يوازن بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي وبين مخاطره، إذ يفترض أن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة والمخاطر ثابتة نتيجة التنوع، ويقدر هذا النموذج وفق التالية(غربي و براق، 2018، ص 64):

$$\mathbf{E(R_i) = Rf + (E(R_m\,) - Rf) * [\frac{COV(R_m, R_i)}{VAR(R_m)}]}$$

حيث أن:

R_i: عائد السهم للمؤسسة.

R_m: عائد السوق.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر.

COV, VAR: التباين، التباين المشترك على التوالي.

3.تكلفة الأسهم الممتازة

وتمثل هذه التكلفة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ المتحصل عليه من المؤسسة جراء بيع الأسهم أي حصة السهم من الربح على صافي سعر السهم، وفق العبارة التالية (مليكاوي، 2019، ص 189) :

$$K_p = \frac{EPS}{N_p}$$

4. تكلفة الأرباح المحتجزة K_c

يعتقد الكثيرين أن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها ولكن هذا الاعتقاد ليس صائب لكون الأرباح المحتجزة مصدر من مصادر التمويل قد تلجأ إليها المؤسسة وبالتالي له تكلفة كالمصادر الأخرى من التمويل ويتم حسابها بنفس طريقة حساب تكلفة الأسهم بعد طرح الضريبة(معراج وحاج، 2013، ص 159).

وبعد تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي يتكون منها رأس المال نكون قادرين على تحديد التكلفة الكلية أو التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي هي عبارة عن متوسط الكلفة المرجحة بنسبة أو بوزن كل مصدر من مصادر الهيكل المالي، كما يمكن القول أنها التكلفة الاضافية أو الجديدة أو تكلفة الحصول على الوحدة النقدية الأخيرة من الأموال الجديدة(غربي و براق، 2018،ص. 66)، والتي نعبر عنها بالعلاقة التالية(عبد القادر وآخرون، 2017، ص 425):

$$\boldsymbol{CMPC = K\frac{E}{D+E} + K_d(1-t)\frac{D}{E+D}}$$

حيث أن:

E: قيمة مصادر الملكية مختلفة للتمويل (الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة، الأسهم الممتازة)

D: الديون.

K_d: تكلفة الديون.

K: تكلفة الأموال الملكية باعتبارها كذلك تختلف في الرموز والمبينة سابقا

t: الضريبة على الأرباح.

تجدر الاشارة إلى أن كل استثمار يحدد بدوره مصادر التمويل الواجب استخدامها وكل مصر له تكلفة وأن حساب التكلفة الكلية للهيكل المالي أو كل مصدر على حدى يحقق للمؤسسة جملة من الفوائد التالية(جليل كاظم، 2014، ص 346):

- الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم، درجة المخاطر، أرباح المؤسسة ومن ثم قيمتها.
- إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق بالاختيار الانسب لتلك المصادر من ناحية التكلفة.
- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير على المؤسسة وأن إعدادها يتطلب حساب وتقدير تكلفة التمويل.

- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية فإن تبين أن تكلفة التمويل تزيد عن العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئا على الإدارة وبالتالي تمكن الإدارة من تفادي هذه المشروعات الغير مجدية.
- العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل تستخدم حسابا دقيقا لتكلفة الأموال.

المبحث الثالث: علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

إن علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من بين أهم الابحاث التي لقيت رواجا كبيرا لدى المهتمين بالفكر المالي بصفة خاصة والفكر الإداري بصفة عامة، إذ حاولت العديد من الدراسات تجسيد هذه العلاقة على أرض الواقع من خلال دراسة تأثير الاستخدام الأمثل للديون في تحقيق الهدف الأسمى للإدارة المالية والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة والتي تقاس بعدة مؤشرات من بينها أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة، وهذا الأسلوب تأثر بالرفع المالي وبالأحرى مستوى الاستدانة التي تؤثر بدورها على مستوى التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال التي تنخفض عندما يتم الاعتماد على الرافعة المالية بنسبة كبيرة وهذا راجع لكون تكلفة الاستدانة تكون منخفضة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة نتيجة وجود الوفر الضريبي، إذ أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تعد أحد مكونات القيمة الاقتصادية المضافة وتدخل ضمن معادلة حسابها، وهذا ما سوف يتم التعرف عليه من خلال المبحث من خلال التطرق إلى أهم النظريات التي حاولت دراسة استخدام الديون في تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة من منظور كلاسيكي

تعود البدايات الأولى لعلاقة مستوى الدين بقيمة المؤسسة إلى الخمسينيات من القرن الماضي ضمن ما يطلق عليه المدخل الكلاسيكي والذي يتكون من ثلاث مداخل قامت على جملة من الافتراضات التالية(الحسناوي، 2017، ص 150):

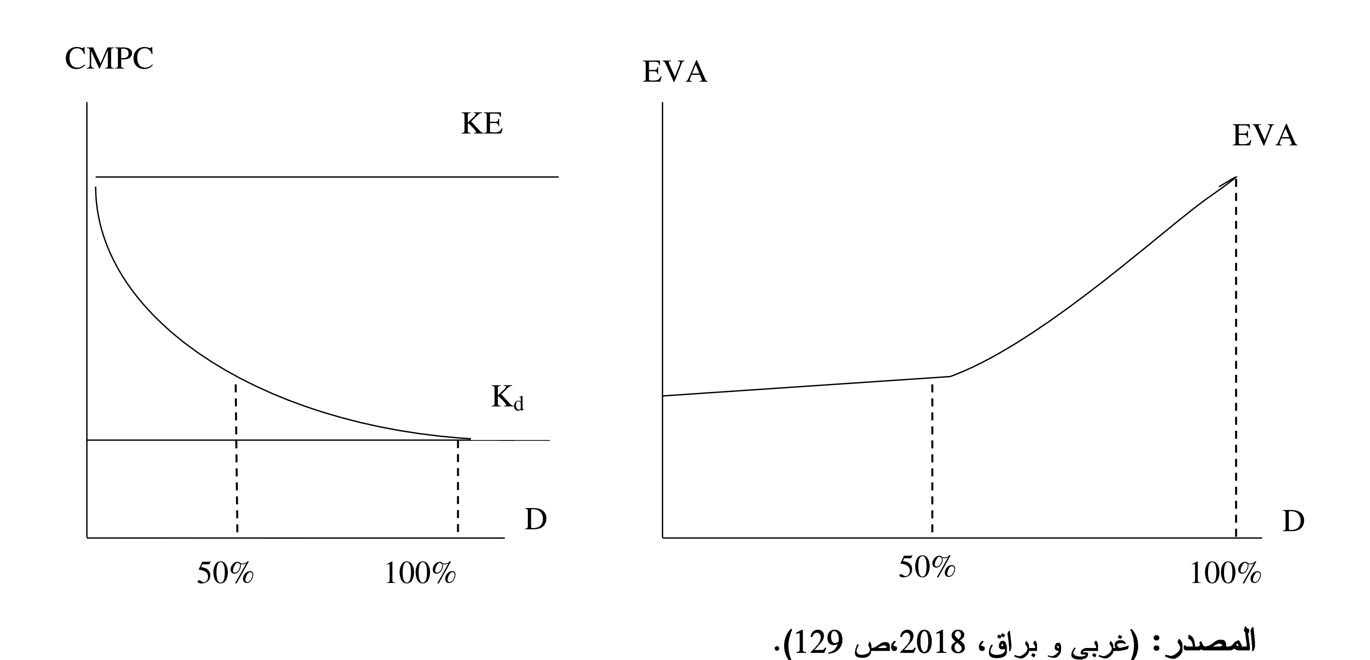
- تستخدم المؤسسات نوعين من التمويل فقط هما الاقتراض (الرافعة المالية) والاموال الخاصة.
- حجم الأصول ثابت وأن الهيكل المالي للمؤسسة ثابت لا يتغير بل ما يمكن تغيره هو المزيج الذي يتكون منه.
- سياسة توزيعات الأرباح بالمؤسسة لا تتغير إذ تقضي توزيع الأرباح بالكامل.
- لاوجود للضرائب على الأرباح ولا تكاليف الافلاس.

أولا: مدخل صافي الربح

يرى التابعون لهذه النظرية أن اختلاف تكلفة مصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل المالي سوف تخلق فرصة للمؤسسة من خلال تغير الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات

الفائدة الأقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال الخاصة ذات التكلفة الأكبر، أي أن تأثر القيمة وتكلفة التمويل يعود إلى الزيادة في نسبة الرفع المالي الذي يؤثر على تكلفة الأموال بصفة مباشرة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة، وبما أن تكلفة التمويل تعد من مكونات القيمة الاقتصادية المضافة وأن انخفاض التكلفة سوف يؤدي مباشرة إلى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة أو بالأحرى خلق قيمة، إذن حسب نظرية صافي الربح فإن تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة لا يتغيران عند تغير نسبة الاستدانة (الديون/ الأموال الخاصة)، لأنها أقل تكلفة في التمويل، والشكل التالي يوضح ذلك(غربي و براق، 2018، ص 128).

الشكل رقم(2-5): العلاقة بين مستوى الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: (غربي و براق، 2018،ص 129).

من الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما ارتفعت نسبة الديون (الرافعة المالية)، وهذه التكلفة تستمر في التراجع إلى أن تصل إلى الحدود الدنيا لها وتصبح مساوية لتكلفة الاقتراض والمضحة في الشكل أعلاه، فحسب هذا المدخل ترتفع القيمة الاقتصادية المضافة بارتفاع مستوى الديون في الهيكل المالي للمؤسسة.

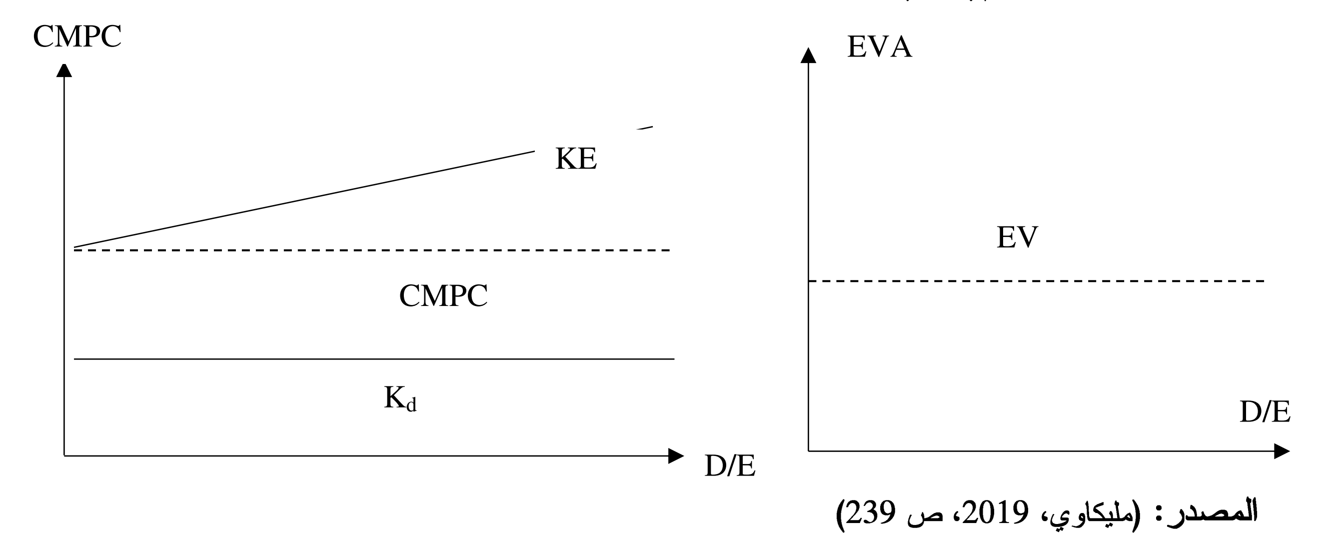
أي كلما انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة وهذا بالرجوع إلى طريقة حساب ومكونات القيمة الاقتصادية المضافة إذ تعد تكلفة الأموال عنصر

رئيسي في حساب القيمة الاقتصادية المضافة، فكلما كانت تكلفة الأموال أقل من معدل العائد على الاستثمار فهنا المؤسسة قد حققت قيمة اقتصادية مضافة موجبة.

ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

يقوم هذا المدخل على افتراض أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مع تغير مستوى الرافعة المالية، أما تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك نتيجة الاستثمار، كما يفترض كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة التي تنجم عن زيادة مستوى الرافعة المالية، وهنا سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة الاعتماد على الاستدانة، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض(الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، 1999، ص 636)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(2-6): العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: (مليكاوي، 2019، ص 239)

من قراءة الشكل نلاحظ أن تكلفة التمويل ثابتة مهما ارتفعت الديون (الرافعة المالية) كما توجد علاقة طردية بين نسبة الديون إلى الاموال الخاصة (أموال الملكية)، فحسب هذا الدخل فإن أي زيادة في تكلفة الأموال سوف تعوض نتيجة الاعتماد على مصادر تمويل أخرى (الديون) وهذا ما سوف يؤدي إلى ثبات مستوى القيمة الاقتصادية المضافة.

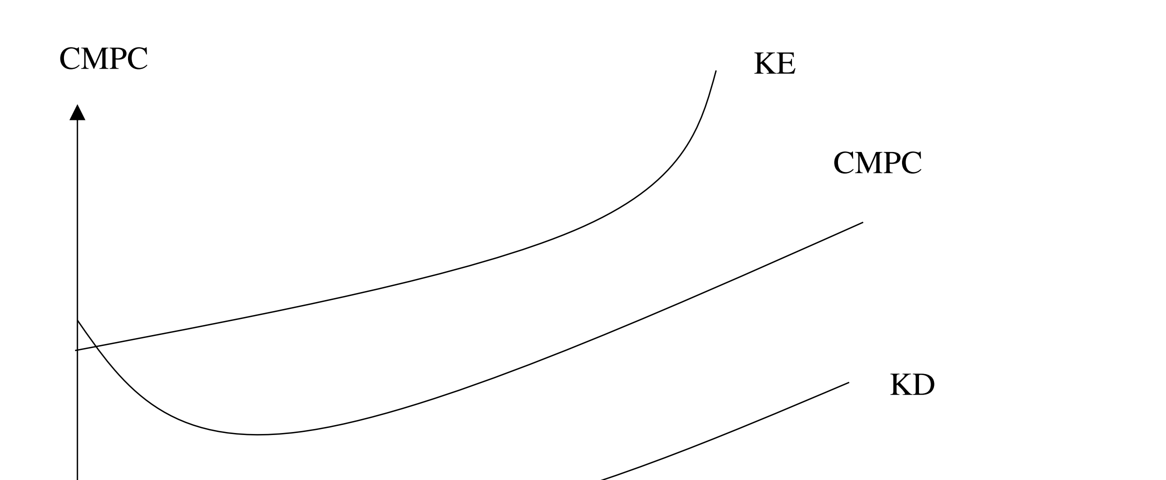
فحسب مضمون هذا المدخل أن الزيادة في الاعتماد على الرافعة المالية يؤدي إلى ارتفاع المخاطر مما ينجر عنه مطالبة المساهمين والملاك بعائد أكبر مما يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة

الأموال الخاصة، وأن هذا الارتفاع يصاحبه انخفاض في تكلفة الديون ما يؤدي إلى ثبات تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال شريطة عدم تغير معدل العائد على الاستثمار، وهذا الثبات يؤدي بدوره إلى ثبات القيمة الاقتصادية المضافة، وهذا لأن معدل العائد على الاستثمار كذلك له علاقة بحساب القيمة الاقتصادية المضافة.

ثالثا: المدخل التقليدي

حسب هذا المدخل وجود نسبة من الرافعة المالية مثلى تنخفض عندها التكلفة الكلية لرأس المال إلى حدها الأدنى، وهذا الأمر يؤدي إلى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة بسبب انخفاض في التكلفة الوسطية المرجحة، أي يمكن أن تؤثر الرافعة المالية على تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بهدف تخفيضها من أجل تحقيق قيمة اقتصادية موجبة وهذا في حالة استخدام مستوى أمثل من الديون، أما إذا تجاوزت الديون حد معين فسوف تزداد بذلك تكلفة التمويل مما ينجر عنه انخفاض في القيمة الاقتصادية المضافة بسبب كون التكلفة الوسطية لرأس المال قد ارتفعت(مليكاوي، 2019، ص 240)، وهذا بشرط بقاء معدل الاستثمار على حاله دون الارتفاع، وتهدم القيمة الاقتصادية المضافة إذا تجاوزت تكلفة الأموال معدل العائد المحقق من الاستثمارات في حالة تجاوز نسبة الاقتراض المثلى، حيث تظهر ألية الرافعة المالية بالرجوع إلى الفصل الأول حيث بينا أن الرفع المالي يقوم على مبدأ بسيط بحيث عندما تقوم المؤسسة بالاقتراض واستثمار هذه الأموال في مشاريع ذات عوائد مرتفعة، هنا قامت برفع معدل العائد على الاستثمار في وقت نفسه قامت بتخفيض التكلفة الكلية للأموال هنا المؤسسة حققت قيمة الاقتصادية مضافة مرتفعة، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم: (2–7): العلاقة بين الرافعة المالية والتكلفة الكلية للأموال



المصدر: (الحسناوي، 2017، ص 155).

يشير الشكل إلى أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة الاقتراض إلى أن تصل إلى أثر الرافعة المالية (درجة الرافعة المالية)، أين تكون قيمة المؤسسة في أقصى حد لها (القيمة الاقتصادية المضافة) بعد هذه النقطة تأخذ الكلفة الكلية للأموال منحنى الصعود والارتفاع وهذا يرجع إلى ارتفاع المكافأة المطلوبة من طرف الملاك جراء زيادة الاعتماد على الديون مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاموال الخاصة بنسب تفوق تكلفة الديون.

المطلب الثاني: علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة من منظور Modigliani & Miller

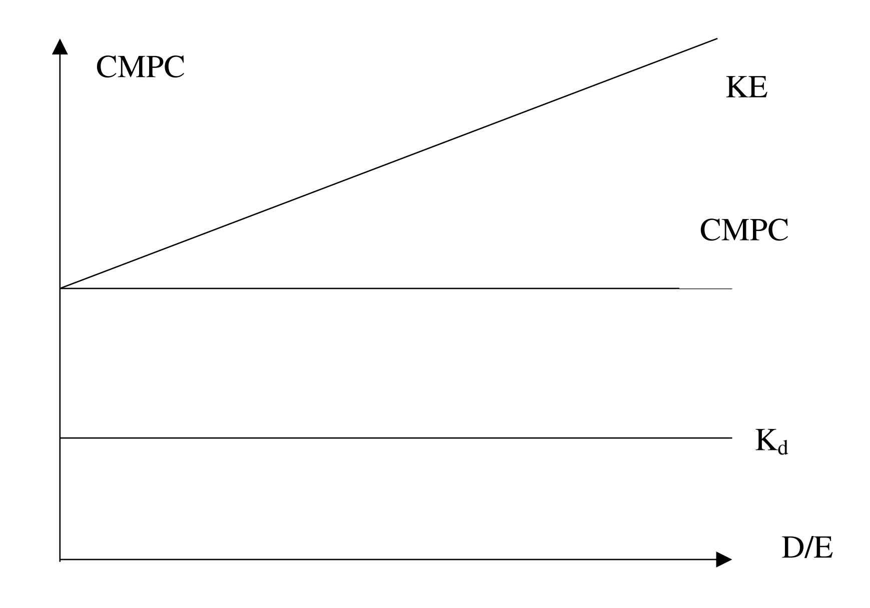
قدم كل من "Modigliani & Miller" نظريتهما حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في دراستهما عام 1958، والتي أفادت بعدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وكلفة تمويله، ولكن قام "Modigliani" بمراجعتها في دراسة أخرى بالأخذ بعين الاعتبار وجود الضرائب من عدمه، حيث أشار أن في حالة عدم وجود ضرائب فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بنسبة الاستدانة في الهيكل المالي، والشكل رقم (2–8) يظهر ذلك، أي عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، وأن هذه القيمة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا يحددها مكونات الهيكل المالي المتكون من الديون والأموال الخاصة، أي أن القيمة تعتمد على توقعات الأرباح قبل الفوائد

وهذا ما يشير إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على الدخل التشغيلي للمؤسسة، وهو أحد الطرق لقياس القيمة الاقتصادية المضافة التي تم التطرق إليها سابقا(**العامري، الإدارة المالية المتقدمة، 2010، ص 175**)، وقد انطلقا الباحثان من عدة فرضيات نذكرها في النقاط التالية(**عبد القادر وآخرون، 2017، ص 475**):

- كفاءة سوق رأس المال، وهذا يعني توفير المعلومات دون تكلفة وعدم وجود تكلفة مبادلات وأن المستثمرين يتمتعون بدرجة عالية من الرشد عند اتخاذ قرار الاستثمار ويقترضون بدون قيود وبنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسات ولهم حرية شراء وبيع الأوراق المالية.
- إن القيم المتوقعة للتوزيعات الاحتمالية لأرباح التشغيل متساوية بالنسبة لجميع المستثمرين أي أن هذه القيم مساوية لأرباح التشغيل الحالية.
- تقوم المؤسسات بتوزيع كل الأرباح الصافية على حملة الأسهم.
- عدم وجود ضرائب.
- يمكن تصنيف المؤسسات إلى مجموعات متجانسة من المخاطرة.

هذه الافتراضات التي انطلق بها الباحثان في تفسير أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تتحقق من خلال الرافعة المالية بل تعتمد على العائد ودرجة المخاطرة.

الشكل رقم(2-8): تكلفة التمويل من منظور "Modigliani & Miller"



المصدر: (غربي و براق، 2018، ص 139).

من شكل نلاحظ أن زيادة في الاعتماد على الديون كمصدر للتمويل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال بسبب زيادة المخاطر المرتبطة بالديون، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وتبقى ثابتة في حالة عدم الاعتماد على الديون بصفة كبيرة في التمويل، لكن عندا ارتفاع تكلفة الديون يعوض هذا الارتفاع بتكلفة الاموال الخاصة، ولهذا تبقى تكلفة الاموال ثابتة وبالتالي ثبات القيمة الاقتصادية المضافة بشرط بقاء المكونات الأخرى ثابتة.

ومن بين الانتقادات التي وجهت لــ "**Modigliani & Miller**" نجد مايلي(غربي و براق، 2018، ص 140):

- ارتباط النظرية بوجود شريحة المخاطر.
- يبدو أن استعمال المخاطرة على النتائج المحتملة يعبر عن الهدف بدلا من استعمال التوزيعات الاحتمالية.
- تعتمد النظرية على التوازن الجزئي بدلا من التوازن الكلي في التحليل.
- لم يكن من الواضح ما إذا كانت النظرية تستعمل في الأسواق التنافسية فقط.
- عدم وجود الضرائب، لأن المساهمين ليس لهم الحق في الأرباح إلا بعد فرض الضريبة عليها.

ولكن عاد الباحثان سنة 1963 لاستدراك الانتقادات التي وجهت لافتراضهم الأول خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما الضريبة وقد نشر مقال ثاني بعنوان ضرائب دخل الشركة وكلفة التمويل مصحح، والذي كان محتواه أن الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على الأرباح تقود إلى تفضيل الاستدانة على الأموال الخاصة، وهذا بسبب كون الاستدانة تعتبر من التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الأرباح، لأن حساب ربح المؤسسة وفرض الضرائب عليه يمكن المؤسسة من تحقيق وفرات ضريبية، أي أن الاستدانة عندما تزداد في الهيكل المالي تزداد معها القيمة الاقتصادية المضافة جراء انخفاض تكلفة الأموال نتيجة استخدام التمويل بالديون، وأن الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تحقيق قيمة اقتصادية مضافة مرتفعة والتي تنجم عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وهذه هي ميزة الرافعة المالية(بن ساسي و قريشي، 2006، ص 369).

المطلب الثالث: علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة من منظور نظرية التوازن

تشير هذه النظرية إلى أن الهيكل يعكس المقايضة بين المزايا الضريبية للديون والتكاليف المتوقعة للإفلاس وهذا حسب ما أشار إليه كل من "Kraus & Litzenberger" عام 1973 و"Myers" عام 1989، بالإضافة إلى ميزة الوفر الضريبي للرافعة المالية بعد استبعاد تكاليف الافلاس المتوقعة التي تعتمد على مستوى الديون وقيمة الأرباح المحققة للمؤسسة **(Anton, 2016, p. 32).**

وهذا بسبب أنه يسمح للمؤسسات بخصم الفائدة المدفوعة على الديون قبل الضرائب في حالة كون المؤسسات تفضل الديون على الأموال الخاصة (القيمة الحالية للمكاسب الناتجة عن اختيار الديون على الأموال المملوكة)، كما تجدر الإشارة أن الاعتماد المفرط على الرافعة المالية يزيد من احتمال تعرض المؤسسات التي تعتمد عليها بصفة كبيرة إلى الإفلاس المرتبط بحجم الديون المعتمد عليها.

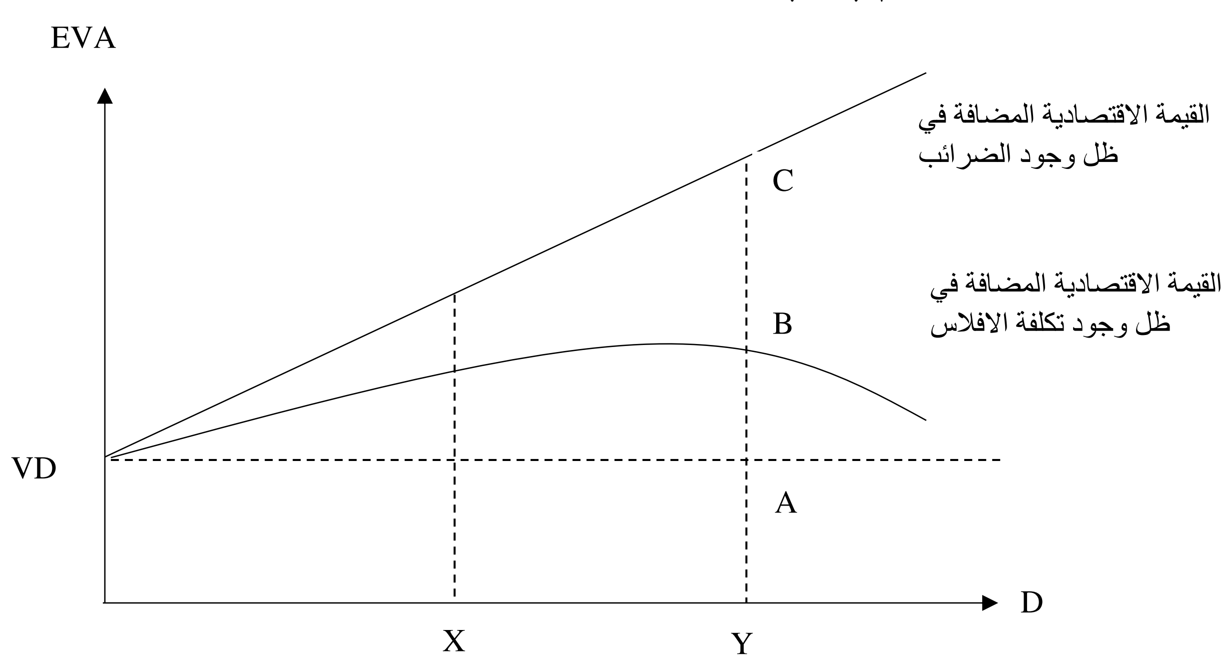
فكل هذا ينتج عنه تكاليف ناجمة عن هذه الضائقة المالية والتي يمكن تقسيمها إلى تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فالأولى تعنى بالرسوم القانونية وتكاليف إعادة الهيكلة وتكاليف الائتمان، أما الثانية فهي تمثل الخسائر في ثقة العملاء وفقدان الموارد البشرية، بالإضافة إلى ما يسمى بتكاليف الوكالة التي تعد نوع أخر من التكاليف التي لابد من موازنتها مع الميزة الضريبية، فهنا يقال أن المؤسسات تنتهج نظرية المقايضة إذا ما تحدد أنها تعتمد على الرافعة المالية في المقام الأول والتي قد ينتج عنها رافعة مالية ثابتة لتفادي الوقوع في الافلاس، وللحفاظ على هذه النسبة طوال الفترة المالية مكلف فهو يتطلب إعادة موازنة المتكررة بين الديون وحقوق الملكية الامر الذي يؤدي إلى نشوء تكاليف المعاملات**(Baker & Martin, 2011, p. 19).**

علاوة على ذلك اقترح "Shyam-Sunder" و"Myers" عام 1999 أنه في ظل نموذج المقايضة ستكون الرافعة المالية مرتبطة ارتباطا عكسيا مع معدل الاستثمار، وكما جادل "Nolan" عام 2002 أن الفرص المالية الضائعة تكون أعلى في المؤسسات التي تكون في بداية النشاط وتلك المشاريع عالية النمو، وأشار أن هذه المؤسسات معرضة لخطر التدفقات النقدية غير منتظمة وهذا راجع إلى أن قاعدة أصول هذه الأخيرة منخفض مشير بذلك إلى أن اعتمادها على الديون في هيكلها المالي مستحيل، وأخيرا يمكن القول أن نموذج المقايضة مفاده بأن المؤسسات ذات الدخل

الثابت وتمتلك حجم أصول معتبر قد تواجه خطر الافلاس بحجم أقل ويمكنهم اللجوء إلى الديون(**Rajib et al., 2013, p. 103-105**).

مما سبق نجد أن الاعتماد على الاقتراض من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال، لأنه مصدر تمويل منخفض التكلفة وذلك بسبب ميزة الوفر الضريبي وهذا هو ما يمثل أثر ايجابي على القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن أثر ذو حدين وهذا راجع عندما يصل حجم الاقتراض إلى نقطة معينة تبدأ تكلفة الافلاس بالظهور بسبب مخاطر عدم التسديد وتترجم بالتكلفة التي يطلبها كل من المساهمين والمقرضين، وهذا الأمر يؤدي إلى خفض أو هدم القيمة الاقتصادية المضافة، فحسب نظرية التوازن أو المبادلة إن العلاقة المثلى بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة تتحقق عندما تتساوى فيها الوفر الضريبي مع الأثر السلبي لتكلفة الافلاس، فحسب "Miller" الذي أشار سنة 1997إلى أن نظرية التوازن تقارن بين العائد المحقق من الديون وتكاليف الافلاس، أي أن المؤسسة تقوم باختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحققه من مزايا نتيجة وجود الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون، وهنا تكون المؤسسة قد حققت قيمة اقتصادية مضافة عند هذا التوازن، وكما تجدر الاشارة إلى أن تكلفة الافلاس تظهر في حالة عجز المؤسسة عن سداد ديونها في تواريخ الاستحقاق (الفوائد، أصل القرض) وفي هذه الحالة يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى اعلان إفلاس المؤسسة كل هذا في حالة الاعتماد بشكل مفرط على الديون، ولهذا نادت نظرية التوازن بمعدل الاقتراض الامثل لتجنب الوقوع في خطر الافلاس وكذلك لتخفيض تكلفة الأموال، والشكل التالي يوضح علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل وجود ميزة الوفر الضريبي مع تكلفة الافلاس.

الشكل رقم:(2-9): القيمة الاقتصادية المضافة حسب نظرية التوازن



المصدر: (غربي و براق، 2018، ص 145).

من الشكل أعلاه تمثل المسافة **AC** قيمة الوفر الضريبي الذي يتحقق من الرافعة المالية، أما المسافة **BC** توضح خطر الافلاس و المسافة **AB** تمثل القيمة الصافية المضافة إلى المؤسسة التي اعتمدت على الديون مقارنة بمؤسسة اعتمدت على الأموال الخاصة عند نقطة الاقتراض المثلى، وعليه فإن أي زيادة في الديون (الرافعة المالية) في المؤسسة يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة الاقتصادية المضافة جراء الوفر الضريبي الذي يعمل على تخفيض تكلفة الأموال، هذا الأثر الايجابي لكن هناك أثر سلبي يظهر علاقة عكسية بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة جراء وجود تكلفة الافلاس بسبب الافراط في الاعتماد على الديون في الهيكل المالي(غربي وبراق، 2018، ص 145)، وحسب ما يظهره الشكل يرجع سبب العلاقة الموجبة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة لكون أن الوفر الضريبي كان يفوق أثر تكلفة الافلاس التي كانت منخفضة في البداية، أي الاعتماد على الديون في الحدود المثلى، ولكن عندما يتم الاعتماد على الديون بشكل مفرط تظهر تكلفة الافلاس، فعند النقطة **Y** تكون القيمة الاقتصادية المضافة في أعلى حد لها بسبب الاعتماد على الديون في الحدود المثلى، لكن قبل تلك النقطة تكون المؤسسة راغبة في زيادة الاعتماد على الرفع المالي وهذا راجع لميزة الوفر الضريبي، وأما عند تجاوز النقطة **Y** فإن القيمة الاقتصادية المضافة سوف تنخفض بسبب تكلفة الافلاس التي تصبح أكبر من ميزة الوفر الضريبي.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في المؤسسة إذ تهتم بعملية اتخاذ القرارات المهمة والتي لها علاقة أساسية بكيفية الحصول على الأموال وكيفية توظيفها بشكل أمثل وبكفاءة وفعالية بهدف خلق القيمة الذي عرف اهتمام كبير من قبل الباحثين في الفكر المالي و الفكر الاقتصادي، والذي يعتمد على عدة مقاييس لتقييم مستوى الأداء المالي للمؤسسة من بينها أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة المطور من قبل **Stern& Stewart** عام 1991 والذي يعتبر امتداد لمفهوم الدخل المتبقي الذي تم إجراء العديد من التعديلات عليه حتى أصبح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة من الموضوعات البارزة لأغراض التقييم من خلال تبيان خلق القيمة من عدمه وبالتالي الحكم على كفاءة الإدارة في التسيير والقيادة، إذ يتكون هذا الأسلوب من عدة مكونات تدخل في نطاق قياسه من بينها العائد على الاستثمار والتكلفة الأموال، وهذه الأخيرة تعد المكون الرئيسي في حساب القيمة الاقتصادية المضافة وذلك أنها تتكون من مصدر مهم وهو الديون (الرافعة المالية) لأنها تتوفر على ميزة مهمة وهي الوفر الضريبي الذي يتحقق جراء الاعتماد على الديون في الهيكل المالي، حيث أن الاستدانة عندما تزداد في الهيكل المالي تزداد معها القيمة الاقتصادية المضافة جراء انخفاض تكلفة الأموال نتيجة استخدام التمويل بالديون، وهذا لأن تكلفة الاموال تدخل ضمن نطاق حساب القيمة الاقتصادية المضافة، وهذا عندما تعتمد المؤسسة على الرافعة المالية فسوف تستثمر هذه الديون في مشاريع ذات عوائد مرتفعة وبتالي سوف تحقق عائد على استثمار مرتفع هذا من جهة ومن جهة أخرى سوف تعمل على تخفيض تكلفة الأموال وهذا الأمر سوف يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة.

الفصل الثالث: نمذجة قياسية لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة

المبحث الأول: المنهجية والطريقة المستخدمة في الدراسة

المبحث الثاني: تقدير العلاقة باستخدام النماذج الساكنة.

المبحث الثالث: تقدير العلاقة باستخدام نموذج VECM.

3

الفصل الثالث: نمذجة قياسية لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة

تمهيد

الهدف من هذا الفصل هو إسقاط الجانب النظري الذي تطرقنا فيه إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة والرافعة المالية بالإضافة إلى حجم المؤسسة والعلاقة الموجودة بينهما، وهذا من خلال دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية انطلاقا من تجميع مختلف البيانات المالية الخاصة بها والتي كان عددها 22 مؤسسة اقتصادية للفترة 2010–2021 بغية تقدير نموذج قياسي لتحديد علاقة المتغيرات المستقلة ومعدلة بالمتغير التابع وهذا بعد حسابها انطلاقا من القوائم المالية للمؤسسات المختارة وتشكيل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وهذا لكون الدراسة تشمل عينة من المؤسسات الجزائرية التي تختلف من حيث الحجم وطبيعة النشاط، كما سوف يتم التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية للبيانات السلاسل الزمنية المقطعية وأهم طرق تقدريها قبل تحديد النموذج القياسي الأمثل الذي يفسر العلاقة المراد البحث فيها وذلك بالاستعانة بالبرمجة الاحصائية **Eviews** الاصدار13، ليتم في الأخير تفسير وتحليل هذه العلاقة الموجودة بين المتغيرات المدروسة بالاعتماد على مخرجات الحزمة الاحصائية المستخدمة في الدراسة.

المبحث الأول: المنهجية والطريقة المستخدمة في الدراسة

قبل القيام بدراسة علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية المختارة باستخدام بيانات البانل، سوف نقوم بالتعرف على العينة المستخدمة في هذه الدراسة ومعايير اختيارها بالإضافة إلى وصف المتغيرات المدروسة وطرق حسابها، كما سوف نتطرق إلى مفاهيم نماذج بيانات البانل ومختلف طرق تقديرها وأهم الاختبارات تحديد هذه النماذج.

المطلب الأول: الإطار العام للدراسة

بغية تحقيق الهدف الأساسي للدراسة والمتمثل في تحديد علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة، تم اختيار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كمجتمع للدراسة، وأما العينة فكان اختيارها عشوائيا تضمنت 22 مؤسسة اقتصادية جزائرية للفترة 2010–2021، وأما سبب اختيارها يعود إلى توفر القوائم المالية لهذه المؤسسات لسنة 2021 أما الباقي فقد كان هناك صعوبة في الحصول عليها، بالإضافة إلى أنه تم الحصول على البيانات المالية للمؤسسات المختارة بعدة طرق منها مواقع الانترنت و الزيارة الشخصية إلى هذه المؤسسات وعن طريق الاتصال بالمؤسسات محل الدراسة، والجدول التالي يوضح العينة المختارة.

جدول رقم (3–1): عينة الدراسة

اسم المؤسسة	نوع المؤسسة	الحجم	الرقم
مجمع صيدال (**Saidal**)	صناعية	كبيرة	1
فندق الأوراسي(**El Aurassi**)	خدماتية	كبيرة	2
آليانس للتأمينات (**Alliance Assurances**)	خدماتية	كبيرة	3
المؤسسة العمومية للاشغال (**ETRS**)	خدماتية	كبيرة	4
الشركة العمومية (**SOTRASHYPE**)	خدماتية	كبيرة	5
المؤسسة العمومية للردم التقني (**EPWG CET**)	خدماتية	متوسطة	6
المؤسسة الوطنية للدهن (**ENAP**)	صناعية	كبيرة	7

مطاحن عمر بن عمر (Amor Ben Amor)	صناعية	كبيرة	8
شركة الاسمنت(SCT)	صناعة	كبيرة	9
مطاحن الحظنة(Moulin Hodna)	صناعة	كبيرة	10
شركة مناجم الفوسفات (somiphos)	صناعية	كبيرة	11
مطاحن بلغيث (Belghith)	صناعية	كبيرة	12
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية الكبرى(GTP)	خدماتية	كبيرة	13
الرواد للصناعة والخدمات (El-Rouad Industrie et services)	صناعية وخدماتية	متوسطة	14
مركب الحجار للحديد والصلب (El Hadjar Complex)	صناعي	كبيرة	15
مجمع سفيتال (ce vital)	صناعي	كبيرة	16
الشركة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)	خدماتية	كبيرة	17
المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP)	خدماتية	كبيرة	18
سونلغاز فرع ورقلة (SONELGAZ)	خدماتية	كبيرة	19
مجموعة بيوفارم للأدوية (Biopharm)	صناعية	كبيرة	20
مصنع فرتيال(Fertial)	صناعي	كبيرة	21
مؤسسة النقل البحري للمحروقات SPA HYPROC SHIPPING COMPANY	خدماتية	كبيرة	22

المصدر: من إعداد الطالب

حيث تم حساب المتغيرات انطلاقا من القوائم المالية للعينة المختارة بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة بالإضافة إلى الاعتماد على الدراسات السابقة في تحديد المتغيرات التي سوف يتم استخدامها في القياس وقد تمثلت متغيرات الدراسة في:

أولا: المتغير التابع(EVA):

المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة الذي تم اقتراحه من قبل **Stern& Stewart** عام 1991 بهدف تحديد وقياس قدرة الشركة على خلق قيمة صافية، أي أنها مقياس لتقييم أداء المؤسسة والوقوف على مقدار ما تضيفه الإدارة إلى ثروة الملاك، يختلف عن المقاييس المحاسبية التقليدية بسبب خلوه من التكاليف المباشرة لرأس المال، كما لها ارتباط وثيق بالربح الاقتصادي، تم حسابها انطلاقا من المعادلة التالية:

$$EVA= (ROCI-CMPC)\ C_I$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROCI: العائد على رأس المال المستثمر تم حسابه انطلاقا من المعادلة التالية:

$$ROCI=RO/\ C_I$$

وأن:

RO: النتيجة العملياتية.

C_I: رأس المال المستثمر ويحسب انطلاقا من المعادلة التالية:

$$CI= INVE+ BFR$$

حيث أن:

INVE: اصول غير جارية.

BFR: الاحتياج في رأس المال العامل.

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تحسب كمايلي:

$$CMPC = Kcp \times CP/(D+CP) + KD \times (1- t) \times D/(D + CP)$$

حيث أن:

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة.

KD: تكلفة الديون.

D: الديون.

CP: الأموال الخاصة.

t: الضريبة.

ليتم تقسيم القيمة على المتوسط الحسابي لكل مؤسسة وذلك بهدف تفادي تشتت بين المتغيرات.

ثانيا: المتغيرات المستقلة

وهي الرافعة المالية المتمثلة في استخدام الديون بهدف تحقيق عوائد على حساب حقوق الملكية يترتب عليها زيادة في حقوق المساهمين، وتم التعبير عنها وفق طريقتين أحدها أثر الرافعة المالية **(ELEV)** المقاسة بالعبارة التالية:

$$\boldsymbol{ELEV = RF - Re}$$

حيث أن:

RF: المردودية المالية.

Re: المردودية الاقتصادية.

والطريقة الأخرى تمثلت في مجموع الديون إلى الأموال الخاصة المعبر عنها بـــ **(LEV)**

$$\boldsymbol{LEV = D/CP}$$

وأن:

D: مجموع الديون.

CP: الأموال الخاصة

ثالثا: المتغير المعدل

تم استخدام حجم المؤسسة كمتغير معدل لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة فحجم المؤسسة يعبر عن مجموعة القدرات الانتاجية أو الإمكانيات التي تحظى بها المؤسسة أو مدى تنوع الخدمات التي يمكن أن توفرها المؤسسة بشكل متزامن لعملائها في كافة الأسواق التي تنشط فيها، ويتم التعبير عنه انطلاقا من حجم الاصول الذي كلما كان كبير دل على أنا المؤسسات كبيرة، حيث أن تباين حجم المؤسسة المعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول **(SIZE)**، وكانت النتائج المتوصل إليها بالنسبة إلى العينة المختارة كانت بين الكبيرة والمتوسطة، أما الصغيرة فكان هناك صعوبة في الحصول على القوائم المالية لها.

وبما أننا في صدد دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بهدف تشكيل نموذج قياسي لتعبير عن علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة سيتم الاعتماد على بيانات البانل وذلك بالاستعانة بالبرمجة الاحصائية **Eviews** الاصدار الثالث عشر.

المطلب الثاني: لمحة عن بيانات البانل

تعد بيانات البانل أو بيانات السلاسل الزمنة المقطعية المجمعة أو البيانات الطولية من بين المصطلحات المستخدمة في الاقتصاد القياسي والتي تدل على مجموعة البيانات التي تحتوي على مجموعة من المتغيرات ومجموعة من الملاحظات والوحدات أو الأفراد أو الدول أو الشركات والتي تتكون من بعدين أولها البعد المقطعي العرضيN والثاني البعد الزمني T، أي أنها تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في الوقت نفسه وهذا راجع لكون البيانات الطولية في الاقتصاد القياسي تميل إلى التركيز في النمذجة على عدم التجانس الفردي واستغلال أكبر لتباين من أجل تقدير أكثر كفاءة وهذا لكوننا نتعامل مع وحدات مختلفة من المقاطع **(Hsiao, 2003, p. 7; Biørn, 2017, p. 1)**، بالإضافة أنها تحدد التأثيرات التي لا يمكن للشخص اكتشافها من البيانات المقطعية أي أنها تفيد في تحسين دقة القياس، وهنا تصبح البيانات الطولية ذات أهمية عندما يكون عدم التجانس غير ملحوظ أي يمكن افتراضه ثابتا زمنيا من خلال الاستفادة من المعلومات الخاصة بتغير الوقت لكل وحدة من المقاطع**(Croissant & Giovanni, 2019, p. 2)**، ومن بين ما يميز بيانات البانل**(Gujarati, 2003, pp. 637–638)**:

- البيانات الطولية **(panel data)** لها ارتباط بمجموعة من الافراد، البلدان، الشركات ... إلخ خلال فترات زمنية معينة وبتالي احتمال وجود عدم تجانس بين هذه الوحدات والذي تأخذها بيانات البانل في الحسبان عند تقدير البيانات المجمعة .
- بيانات البانل هي مزيج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، وهذا ما يعطي معلومات أكثر عن البيانات بتباين كبير من ناحية ومن ناحية أخرى يكون الارتباط بين المتغيرات منخفض وعدد مشاهدات كبير وبالتالي يتم تقدير النموذج بكفاءة عالية.

- إن بيانات البانل تتنبأ وتقيس التأثيرات التي لا يمكن أن نشاهدها في البيانات المقطعية لوحدها أو السلاسل الزمنية.
- البيانات التي تكون متوفرة ومتاحة للعديد من الوحدات أو الأفراد أو الشركات وغيرها يمكن أن تقلل من درجة التحيز الذي قد يكون متواجد في النتائج إذا ما قمنا بتجميعها مع بعضها البعض.

وما يمكن قوله أن استخدام بيانات البانل تسمح بالتخلص من عدة مشاكل قياسية، وهذا راجع لكون كل عينة تحتوي على مشاكل خاصة بها عند تقدير النموذج المراد تحليله.

كما لابد من الاشارة إلى أنواع بيانات البانل حيث يمكن التمييز بين بيانات البانل المتوازنة وغير المتوازنة وبيانات بانل طويلة وأخرى قصيرة، حيث إذا ما تم الأخذ بعين الاعتبار نفس الفترة الزمنة لكل المشاهدات نحن بصدد القول على أنها بيانات بانل متوازنة، ويتم التعبير عن بيانات المتوازنة كمصفوفة البعد المقطعي **N** أكبر بكثير من **T** البعد الزمني وكما يمكن أن يطلق عليها بيانات البانل القصيرة، والعكس عندما يكون البعد الزمني أكبر من البعد المقطي فإننا بصدد بيانات بانل طويلة، أما النوع الأخر الذي يطلق عليه بيانات البانل غير متوازنة ومن خصائصها أنه لا يمكن ملاحظة نفس الوحدات في جميع الفترات، أي أن البعد الزمني أكبر من البعد المقطعي وهنا فإن النهج القياسي لاعتماد المقطع العرضي هو النظر في المعادلات من الوحدات المقطع العرضي المختلفة كنظام لمعادلات الانحدار غير مرتبطة **(SURE)** أي التقدير يكون عن طريق المربعات الصغرى المعممة**(Biørn, 2017, p. 2) (Baltagi,The Oxford handbook of panel data, 2015, p. 4)**

المطلب الثالث: نماذج تقدير بيانات البانل

هناك عدة نماذج لتقدير بيانات البانل تختلف باختلاف خصائص البيانات المراد تحليلها وقياسها، حيث يمكن كتابة نموذج بيانات الطولية على النحو التالي**(Bourbonnais, 2015, p. 348)**:

$$Y_{it}= \alpha_{0i}+ \alpha'_i x_{it}+ \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Y_{it}: المتغير التابع بدلالة الزمن والمقطع الفردي

x_{it}: المتغيرات المستقلة بدلالة الزمن.

α_{0i}: المقطع الثابت.

α'_i: معامل المتغيرات المستقلة.

ε_{it}: الحد العشوائي للخطأ.

أولا: النماذج الساكنة

هناك ثلاث نماذج أساسية لتقدير البانل الساكن نبرزها كالتالي:

1. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يقدر بواسطة المربعات الصغرى العادية لكن في بيانات البانل تختلف عن انحدار في السلاسل الزمنية العادية من حيث أنها تحتوي على مقاطع مزدوجة في المتغيرات i,e وفق النموذج التالي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}, \ldots\ldots\ldots\ldots\ i_{= 1,\ldots\ldots N},\ t_{=1,\ldots, T}$$

وحيث أن i يشير إلى البعد المقطعي والذي يدل على الشركات، البلدان الأسر، الأفراد و غيرها يختلف من دراسة إلى أخرى، وأما t فهو بمثل البعد الزمني و α، β هي معلمات النموذج، أما x_{it} هي الملاحظة للمتغيرات التفسيرية و ε_{it} هو التأثير الفردي غير قابل للملاحظة ويطلق عليه حد الخطأ العشوائي **(Baltagi, 2005, p. 11)** .

ويمكن القول أن هذا النموذج يعد من أبسط النماذج بيانات البانل وهذا لكون جميع المعاملات تكون ثابتة فيه لجميع الفترات الزمنية وهذا يدل على أن تأثير الزمن يكون معدوم وأن:

$$E(\varepsilon_{it})= 0\ ;\ \ var\ (\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

والنموذج التجميعي يعطي مقدرات متسقة وكفؤة للمعلمات المراد تقديرها، وأما إذا كان هناك اختلاف في الأثر الفردي عن البعد المقطعي فإنه يتفرع إلى(**العقون زهرة و العقون أم الخير**، 2021، ص 101):

- نموذج التأثيرات الثابتة الذي يعبر عن α_{it} مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة.
- نموذج التأثيرات العشوائية الذي يعبر α_{it} عن ضمن عنصر الخطأ العشوائي.

2.نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

يتم الاعتماد وفق هذا النموذج على الفروض المتعلقة بالجزء المقطوع من المحور الصادي ومعاملات الانحدار ومقدرات الخطأ، أي يقوم بتقديم متغيرات وهمية لحساب تأثير هذه المتغيرات الخاصة بوحدات المقطع الفردي والتي تكون ثابتة مع الزمن، وبالتالي يكون معامل **β** هو محور الاهتمام في التأثيرات الثابتة **(FE)** بالإضافة إلى افتراض أن عدم وجود تأثيرات محددة زمنيا والتركيز فقط على التأثيرات الموجودة بين المتغيرات المدروسة مع الزمن، وهذا من خلال جعل معلمة المقطع α تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء الميل لـــــــــ β ثابت والمعادلة التالية تبين ذلك:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad i = 1,\ldots\ldots,N, \quad t = 1\ldots.N$$

حيث أن ε_{it} يمثل مصطلح الخطأ تأثيرات المتغيرات المحذوفة الخاصة بكل من الوحدات الفردية والفترات الزمنية، و أن:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \; ; \; var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2_{\varepsilon}$$

كما يمكن القول أن نموذج الانحدار يفترض أن القيمة المتوقعة للمتغير التابع هي دالة للعوامل المفسرة الخارجية على عكس تحليل التباين الذي ينص على أن القيمة المتوقعة ل y تعتمد فقط على البعد المقطعي i، إذ أن المعادلة السابقة يمكن اعتبارها نموذج تحليل التباين المشترك تم تطويره من قبل **Hsiao** لأول مرة تحت النماذج ذات الطابع المختلط، على عكس تحليل الانحدار يتيح لنا تقييم تأثيرات العوامل الكمية في حين أن تحليل التباين يسمح لنا تقييم التأثيرات من العوامل النوعية**(Hsiao, 2003, p. 31; Pesaran, 2015, pp. 639–640)**.

وهذا يدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة يهدف إلى معرفة سلوك كل البيانات المقطعية على حدى، أي جعل معلمة المقاطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة البيانات المقطعية (بوعمرة وآخرون، 2020، ص 248).

3.نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model)

وفق هذا النموذج الحد الثابت لكل مقطع في نموذج الأثر العشوائي يكون ثابت، وذلك لأنه معلمة عشوائية أي اختلاف العينة المدروسة في حد الخطأ، وعدم وجود ارتباط ذاتي خلال الزمن

بين مجموعات المشاهدة المقطعية في الفترة الزمنية فالنموذج العشوائي يحدد أن X و C مستقلتان عن بعضها البعض، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالمعادلة التالية **(Greene, 2003, p. 285; Tsionas, 2019, p. 64)**

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

أي أن نموذج التأثيرات العشوائية يعتمد على فكرة مفادها أن معامل الحد الثابت في النموذج يعامل كمتغير عشوائي بمعدل مقداره μ متغير عشوائي من خلال :

$$\alpha_i = \mu + V_i$$

ويطلق على نموذج التأثيرات العشوائية في مراجع أخرى بتسميته على أنه نموذج مكونات الخطأ وذلك لأنه يحتوي على مكونتين للخطأ V_i و ε_i

وبتالي تصبح المعادلة كالتالي:

$$y_{it} = \mu + V_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

مع افتراض أن:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \; ; \; var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2_{\varepsilon} \; ; \quad E(V_{it}) = 0 \; ; \; var(V_{it}) = \sigma^2_{V}$$

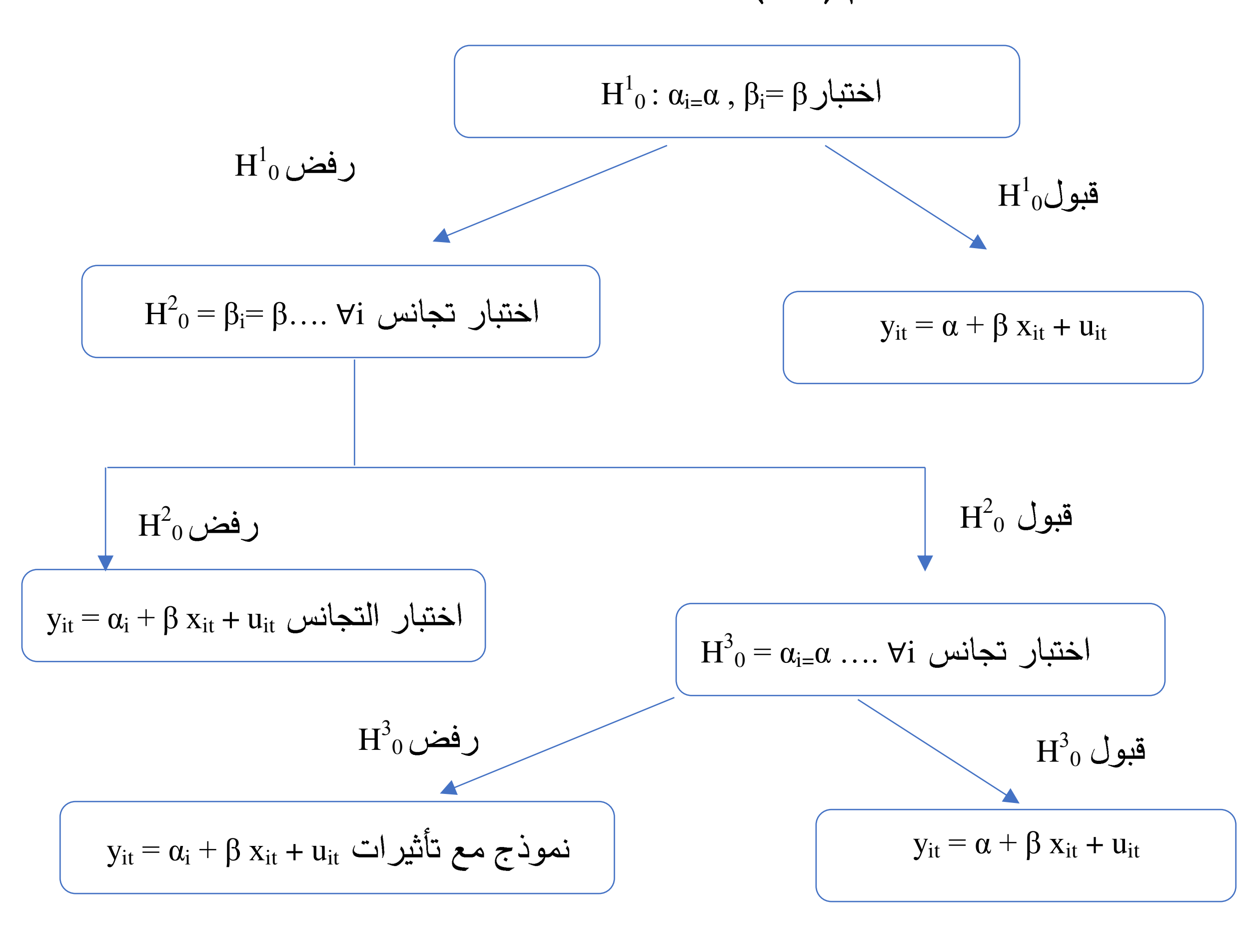
وتتمثل طريقة التقدير الملائمة لهذا النموذج في طريقة المربعات الصغرى المعممة**(ساحلي و بوصبع، 2023، ص 48).**

وتجدر الإشارة إلى أن هناك بعض المبادئ العامة الت تحكم أي من نموذج تأثيرات الثابتة أو نموذج تأثيرات العشوائية يكون مناسبا في التطبيقات العملية**(Damodar, 2019, ص 478):**

- إذا كانت T أكبر من N هنا من المحتمل أن يكون هناك اختلاف بسيط في قيم المعلمات المقدرة لـــ FEM و REM والتي قد تكون في صالح التأثيرات الثابتة.
- إذا كانت T أصغر من N وكانت الافتراضات التي يبنى عليها REM ثابتة، يكون نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة.

وقبل القيام بالاختبارات السابقة لابد من القيام باختبار التحديد أو اختيار مواصفات التجانس أو عدم التجانس والهدف منه هو تحديد هيكل بيانات البانل الذي تم اقتراحه من قبل "Hsiao" سنة 1986 من خلال اجراء اختبارات مسلسلة لاختبار عدة فرضيات والشكل البياني يوضح ذلك.

الشكل رقم (3−1): اختبار التجانس لـــــــــ Hsiao



Sourec : (Bourbonnais, 2015, p. 349).

ويتم اختبار الفرضيات المذكورة في الشكل أعلاه وفق الخطوات التالية **(Bourbonnais, 2015, p. 350; Hsiao, 2003, p. 15-18)**:

- **الخطوة الأولى:** تتمثل في اختبار التجانس الكلي للنموذج وفق هذه الفرضية $H^1_0 : \alpha_i = \alpha\ , \beta_i = \beta$ وهنا يتم استخدام اختبار "Fisher" وفق الصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR)/(N-1)(K+1)}{SCR/(N \times T) - (N(K+1)}$$

حيث يمثل كل من SCR_{c1}، **SCR** على التوالي مجموع مربعات البواقي المقيدة و مجموع المربعات البواقي غير مقيدة و **N × T** تمثل اجمالي المشاهدات و **k + 1** درجة الحرية، ونتائج الاختبار تكون بقبول الفرضية ومعناه أن نموذج متجانس كما هو مبين في الشكل (3-1)، وإذا تم رفض الفرضية ننتقل إلى:

- **الخطوة الثانية:** تحديد ما إذا كان عدم تجانس مصدره معلمات النموذج وفق هذه الفرضية التالية:

$$H^2_0 = \beta_i = \beta \dots \forall i$$

ويتم ذلك بإجراء اختبار Fisher وفق الصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR)/(N-1)K}{SCR/(N \times T) - (N(K+1)}$$

إذا تم قبول الفرضية القائلة أن النموذج متجانس وفق المعلمات **β** نقوم بالمرور إلى:

- **الخطوة الثالثة:** في الحالة العكسية وهي رفض الفرضية هنا يتم رفض بنية النموذج وهذا يثبت أن الثوابت تكون متماثلة فقط بين المفردات، أما الخطوة الثالثة المتمثلة في اختبار تجانس الثوابت وفق الفرضية التالية:

$$H^3_0 = \alpha_i = \alpha \dots\dots \forall i$$

ويتم اختبارها وفق "Fisher" والصيغة التالية توضح ذلك:

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2})/(N-1)}{SCR_{c2}/((N \times T - 1) - K)}$$

وفق اختبار "Fisher" إذا تم رفض الفرضية لتجانس الثوابت نحصل على نموذج بانل بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta\, x_{it} + \varepsilon_{it}$$

ثانيا: النماذج الديناميكية

يختلف استخدام هذه النماذج من دراسة إلى أخرى فقد نجد في بعض الدراسات عدم جدوى التحليل الساكن في تحديد الهدف المراد من الدراسة أو أن المتغيرات المستخدمة تختلف من حيث درجة السكون يتم استخدام هذه النماذج حسب استقراريه كل متغير لتحديد رتبة كل متغير.

ونقول عن أنا بيانات البانل مستقرة إذا توفرت الشروط التالية(رحماني، 2018، ص 21):

- ثبات الوسط الحسابي $E(x_t) = \mu$.
- ثبات قيمة التباين $V(x_t) = \sigma^2$.

وللوصول إلى ذلك لابد من اجراء مجموعة من الاختبارات لجذر الوحدة الذي يسمح بمعرفة مدى استقراريه البيانات البانل وتحديد رتبتها ويتم اختبارها من خلال الفرضية التالية(**Premaratna et al., 2020, p. 11**):

H_0: بيانات البانل لها جذر الوحدة (غير مستقرة).

H_1: بيانات البانل لا تحتوي على جذر الوحدة (مستقرة).

ويكون القرار بقبول ورفض الفرضية أعلاه مرتبط بالقيمة الاحتمالية المختارة، ومن بين أهم هذه الاختبارات نجد:

1. **اختبار Im Pesaran Shin (IPS)**

يسمح باختبار عدم التجانس عبر الوحدات في بيانات البانل من حيث التأثيرات المحددة وكذلك من حيث جذور الوحدة، أي أنا هذه الوحدات تكون مستقلة، حيث يأخذ بعين الاعتبار متوسط الاحصائيات **ADF** المحسوبة لكل وحدة مقطع عرضي في بيانات البانل عندما يكون حد الخطأ للنموذج مرتبط بشكل تسلسلي عبر الوحدات المقطعية(**Michael & Daniel, 2018, p. 28**)، ويعتبره الباحثين من أهم اختبارات جذر الوحدة دقة وذلك لأنه يركز على فحص الديناميكيات المختلفة لكل مفردة وفق الصيغة التالية(**Hurlin & Mignon, 2005, p. 266**):

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i \, y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

2. اختبار Augmented Dickey Fuller(ADF)

طور من قبل "Dickey Fuller" سنة 1981 لمعالجة مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء من خلال إضافة قيم في فترات زمنية متأخرة للمتغير التابع بالتحديد حيث كان اختبار

"Dickey Fuller" البسيط يعالج عملية جذر الوحدة في ثلاث حالات عملية وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام، عدم وجود قاطع واتجاه عام، وهذا لكون اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار DF المتمثلة في ثبات التباين ووسط حسابي معدوم وقيم غير مرتبطة، مع إدراج الفروقات ذات الفجوات الزمنية غالبا ما يتم تحديدها تجريبيا لمعالجة مشكلة الارتباط الذاتي **(Gujarati, 2003, p. 817)**.

3. اختبار Phillips and perron

يأخذ هذا الاختبار بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، كما اعتمدوا كذلك على نفس التوزيعات المحدودة لاختباري ADF& DF ويقوم على أربعة مراحل**(شيخي، 2011، ص 212)**:

- يقدر بواسطة المربعات الصغرى انطلاقا من النماذج الثلاثة القاعدية لاختبارD .
- تقدير التباين قصير المدى $\boldsymbol{\sigma^2 = \frac{1}{T}\sum_{i=1}^{T} \varepsilon^2}$ حيث $\boldsymbol{\varepsilon^2_t}$ يمثل البواقي.
- تقدير المعامل المصححs^2_1، المسمى التباين طويل الأجل والمستخرج من خلال التباينات المشتركة للبواقي حيث:

$$s1^2 = \sum_{i=1}^{t} \boldsymbol{\varepsilon t^2} + 2\sum_{i=1}^{l} \left(\boldsymbol{1} - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^{T} \boldsymbol{\varepsilon t \widehat{\varepsilon t} - i}$$

حيث أن: $$\mathbf{l = 4\left(\frac{T}{100}\right)^{2/9}}$$

- حساب احصائية Phillips and perron.

بالإضافة إلى اختبارات أخرى **(1999) Maddala et Wu**، **(2001 ,1999) Choi**، **Hadri (2000)**، **(2002) Lin, Levin et Chu**، **(1999) Harris et Tzavalis**، **(2001) Bai et Ng**، **Choi (2002)**.

أما الاختبار الثاني الذي يحدد نوع النموذج الديناميكي من عدمه هو اختبار التكامل المشترك الذي يساعد على تحديد العلاقة الحقيقية بين المتغيرات بوضوح، حيث يتم الكشف عنه انطلاقا من اختبارات جذر الوحدة وهذا إذا تم الكشف عن جذر الوحدة وإن كانت السلسلة مستقرة في الفرق الأول هنا لا بد علينا من استخدام اختبارات الكشف عن التكامل بهدف تحديد ما إذا كانت هناك علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة، ومن بين الاختبارات الكشف عن التكامل نجد "pedroni" قدم سبع اختبارات تختبر الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك في بيانات البانل غير مستقرة في المستوى مع أخذ بعين الاعتبار التجانس الفردي، حيث يتم تجميعها وفق فئتين أحدها اختبار التكامل الفردي وأخر متوسط احصائيات مجموعة التكامل منها أربعة للفئة الأولى وثلاثة للفئة الثانية(**Neal, 2014, p. 685; Pedroni, 2004, p. 598**)، وفي نفس الصدد هناك اختبار " kao "(**1999**) الذي يفترض وجود اعتراضات محددة للمقاطع العرضية مع وجود معاملات متجانسة، وبتالي يمكن القول أن هذا الاختبار يتقارب مع التوزيع الطبيعي مع افتراض أن تكون مصفوفة التغاير طويلة الأجل هي نفسها بين الأفراد، أي توجد علاقة تكاملية واحدة، فحسب هذا الاختبار عندما تكون بيانات البانل كبيرة فإن اختبار المعتمد على البواقي يكون مكافئا لاختبار جذر الوحدة في المتغير المقدر، أي يتم تقدير علاقة التكامل المشترك المتجانسة عن طريق الانحدار المجمع الذي يسمح بالتأثيرات الثابتة الفردية(**Baltagi, 2005, p. 252; Barbieri, 2008, p. 7**).

بعد اجراء اختبار جذر الوحدة واختبار التكامل المشترك يمكن تقدير العلاقة وفق أحد النماذج الديناميكية، والتي نذكر منها مايلي:

1. طريقة العزوم المعممة (GMM)

تعد هذه الطريقة من أهم الأدوات الاحصائية المستخدمة في تحليل البيانات الاقتصادية والمالية المستخدمة من قبل "lars Hansen " عام 1982 لأول مرة ومنذ ذلك الحين تم استخدامها على نطاق واسع في مجالات متنوعة للغاية منها ما يشمل الاقتصاد الكلي والتمويل والاقتصاد

الزراعي والبيئي، فكان يتم تطبيقها على السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية وبيانات البانل، وقد تزايد الاهتمام بهذه الطريقة في أدبيات النمذجة القياسية، والتي تأخذ النموذج التالي **(Greene, 2003, p. 308):**

$$y_{it} = \sigma\, y_{i\,t-1} + \beta\, x_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Y_{it}: متغير التابع بدلالة الزمن والمقطع الفردي.

$y_{i\,t-1}$: المتغير التابع المأخر زمنيا.

x_{it}: متغيرات المستقلة بدلالة الزمن.

α_i: المقطع الثابت.

α_i: معامل المتغيرات المستقلة.

ε_{it}: الحد العشوائي للخطأ.

وأضاف كل من "Arellano & bover " عام 1995 و "Bond and Blundell " عام 1998 حساب الفروق الأولى للنموذج المقدر بواسة طريقة العزوم المعممة واستخدما المتغيرات المؤخرة بفترات زمنية لمعالجة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم التجانس في النموذج لتأخذ المعادلة الشكل التالي:

$$\mathbf{y}_{i,t} - \mathbf{y}_{i;t-1} = \boldsymbol{\delta}(\mathbf{y}_{i,t-1} - \mathbf{y}_{i,t-2}) + (\mathbf{x}_{i,t} - \mathbf{x}_{i\,t-1}\mathbf{i})\,\boldsymbol{\beta} + (\boldsymbol{\varepsilon}_{i\,t} - \boldsymbol{\varepsilon}_{i\,t-1})$$

كما أن هذه الطريقة تتناسب مع حجم العينة الصغير إضافة إلى**(Hall, 2005, p. 47):**

- لكي يكون التقدير صحيح يجب ألا تكون الحالة المعممة فقط بل يجب توفر معلومات كافية لتحديد متجه المعلمة.
- تقدير التباين المشترك على المدى الطويل.
- التشخيصات النموذجية لاختبار صلاحية مواصفة النموذج.
- مقدر GMM يكون متسق وله توزيع طبيعي محدود.

وبالتالي يمكن القول أن لمقدرات بانل الديناميكية بواسطة **GMM** تكون مميزة في استغلال التباين وحساب التأثيرات الفردية غير مرصودة **(Hansen, 2022, p. 414).**

2.نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

تم تقديم نموذج متجه تصحيح الخطأ في الأصل من طرف "Phillips " عام 1954، ولكن طبق تجريبيا من قبل "Sargan " عام 1964 والذي تم تعديله بواسطة "Davidson "عام 1978، الذي يهدف إلى تقدير العلاقة بين المتغيرات في الأجلين الطويل والقصير من خلال توفير نظام يسمح بدراسة تأثير الارتدادات الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج على المتغيرات نفسها مما يسمح بتحليل وملاحظة التقلبات على مدار المدة المدروسة، ومن أهم شروط تطبيق هذا النموذج هو وجود تكامل مشترك بين المتغيرات(**Pesaran, 2015, p. 124**)، فهذا النموذج يعد أحد نماذج الانحدار الذاتي (VAR) الذي يستخدم لتمثيل العلاقة الديناميكية التبادلية بين المتغيرات المستقرة، ويمكن تمثيل النموذج وفق للمعادلتين(داغر و صدام، 2018، ص 368):

$$\Delta y_t = \boldsymbol{\alpha_1} + \sum_{j=1}^{n} \boldsymbol{\alpha}_j \Delta \boldsymbol{y_{t-j}} + \sum_{j=1}^{n} \boldsymbol{\beta}_i \Delta \boldsymbol{x_{t-i}} + p_1 \boldsymbol{\varepsilon}_{t-1}$$

$$\Delta x_t = \boldsymbol{\alpha_2} + \sum_{j=1}^{n} \boldsymbol{\beta}_j \Delta \boldsymbol{x_{t-j}} + \sum_{j=1}^{n} \boldsymbol{\beta}_j \Delta \boldsymbol{y_{t-i}} + p_2 \mathbf{v}_{t-1}$$

حيث أن: Δ يشير إلى فروق المتغيرات، بينما V يمثل حد التصحيح.

وإن كانت معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية فهذا يدل على وجود علاقة طويلة الاجل بين المتغيرات المدروسة، ويقيس سرعة تكيف الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل، أي مقدار التغير في المتغير التابع جراء انحراف قيمة المتغيرات المستقلة في أجلها القصير عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل.

وبما أن المعاملات المقدرة غالبا ما يكون تفسيرها صعب، هنا يستعين المستخدمين لهذا الأسلوب بتقدير ما يسمى دوال نبضات الاستجابة، كما تستخدم كألية لتشخيص النموذج المقدر، وتظهر دوال الاستجابة الفورية أثر الصدمات على مسار التوازن لفترة زمنية معينة نتيجة لصدمة مفاجئة في المتغير نفسه أو في متغير أخر، ويتم الاستعانة بطريقة تشولوسكي لتحليل مكونات الصدمات، أي توضيح تأثير صدمة مقدارها انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات(درج الدليمي و

فرحان الدليمي، 2019، ص 202)، أما تحليل التباين يشير إلى الأهمية النسبية للمتغيرات العشوائية في النموذج، ويبين حجم التباين في الفترة الزمنية المستقبلية t نتيجة لصدمة في المتغير نفسه أو المتغيرات الأخرى في الفترة الحالية، أي يوضح الأهمية النسبية لأثر كل تغير مفاجئ في متغير معين على كل المتغيرات الموجودة ضمن النموذج(علي، 2013، ص 84).

3. الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة أو المبطئة(ARDL)

تم تطوير هذا الأسلوب من طرف "Pesaran " عام 1997 ليتم تمديده لاحقا بواسطة "Pesaran & Shin " عام 1999 نظرا لمزاياه المتمثلة في تطبيقه بغض النظر عما إذا المتغيرات متكاملة من الدرجة (0)I أو من الدرجة (1)I أو الاثنين معا شريطة أن لا تكون متكاملة من الدرجة (2)I وهذا الأسلوب يبتعد عن مشاكل الاختبارات الأخرى التي تتطلب أن تكون المتغيرات ثابتة عند المستوى أو كلها عند الفرق الأول، كما أنه يتعامل مع حجم العينة الصغير ويمكن نموذج ARDL من تقدير العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين متغيرات الدراسة وهذا بأخذ العدد الكافي من فترات التأخير الزمني بهدف الحصول على أفضل النتائج، ويوفر كذلك تقديرا غير متحيز وذو كفاءة عالية(**Danmaraya & Hassan, 2016, p. 197**)، ويعرف أيضا بنموذج الحدود، ويقدر النموذج وفق الشكل العام التالي(عيسى و فراحي،2022، ص 229):

$$\mathbf{Y_t = \varphi \sum_{i=1}^{p} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{q} \beta_j X_{t-j} + \varepsilon_t}$$

وأن:

X&y: تمثل متغيرات الدراسة.

P&q: فترات الابطاء المثلى للنموذج.

α&β:معاملات أثار الطويلة وقصيرة الأجل.

φ:الحد الثابت.

ε:حد الخطأ العشوائي.

المبحث الثاني: تقدير العلاقة باستخدام النماذج الساكنة

يهدف هذا المبحث إلى البحث عن العلاقة الموجودة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة من جهة ومن جهة أخرى علاقة الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المالية بوجود حجم المؤسسة في المؤسسات محل الدراسة، وذلك باستخدام التحليل الساكن لبيانات البانل في الفترة المختارة، وذلك بعد عر وصفي احصائي للمتغيرات ويتم اختبار التجانس وبعدها تحليل الارتباط بين المتغيرات لاختبار وجود ازدواج خطي من عدمه بين المتغيرات ليتم في الأخير تقدير العلاقة باستخدام نماذج التحليل الساكن.

المطلب الأول: فحص متغيرات الدراسة

من خلال هذا المطلب سنحاول شرح وتفسير تطور المتغيرات المعتمدة في هذه الدراسة والمتمثلة في الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة و حجم المؤسسة.

أولا: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم في بداية حساب متغيرات المختارة انطلاقا من قوائم المالية للعينة المراد دراستها ليتم تبويب البيانات باستخدام برنامج Excel كبداية ثم بعدها ادخال كل المتغيرات إلى برمجية Eviews من أجل تحديد الخصائص الوصفية للمتغيرات والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-2): الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

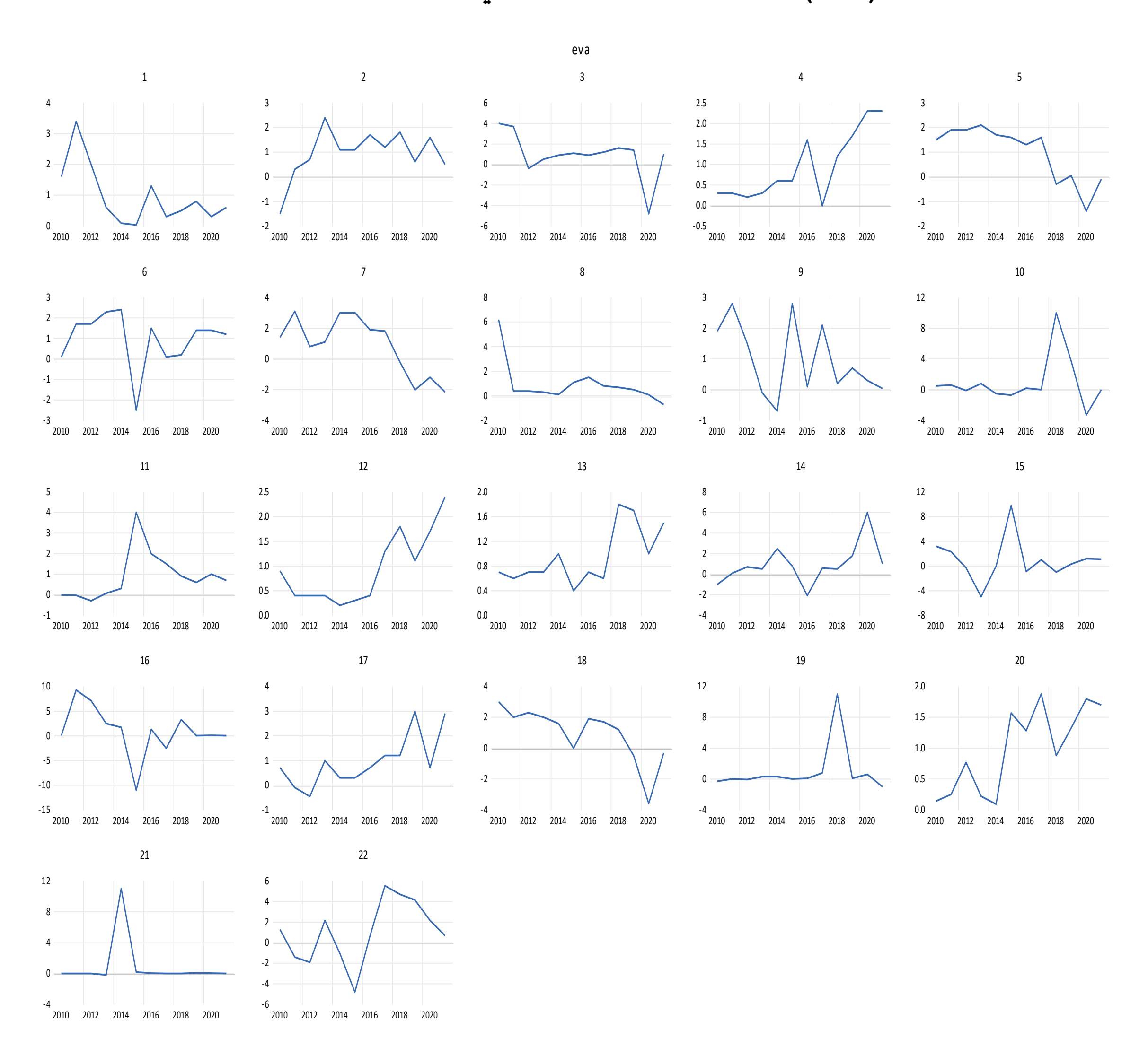
	EVA	ELEV	LEV	SIZE
Mean	0.953184	0.075438	5.326621	23.01218
Median	0.700000	0.040000	0.805000	23.20500
Maximum	11.00000	2.880000	881.0000	28.91000
Minimum	-11.00000	-0.713000	-8.720000	18.00100
Std. Dev.	2.105959	0.267686	55.15103	1.984746
Sum	251.6405	19.91559	1406.228	6075.215
Observations	264	264	264	264

المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

من الجدول أعلاه يلاحظ:

1. أن متوسط الحسابي لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) قد بلغ 0.95 بانحراف معياري قدره 2.10 بأعلى قيمة 11 وأقل قيمة قدرت بــ11 وكانت القيمة سالبة وهذا بعدد 264 مشاهدة في الفترة الممتدة بين 2010−2021 في المؤسسات المختارة، وهذا يدل على أن هناك تذبذب في قيم المسجلة في القيمة الاقتصادية المضافة، مما يظهر أن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة لا تعطي أهمية للقيمة، والمنحى البياني التالي يوضح ذلك.

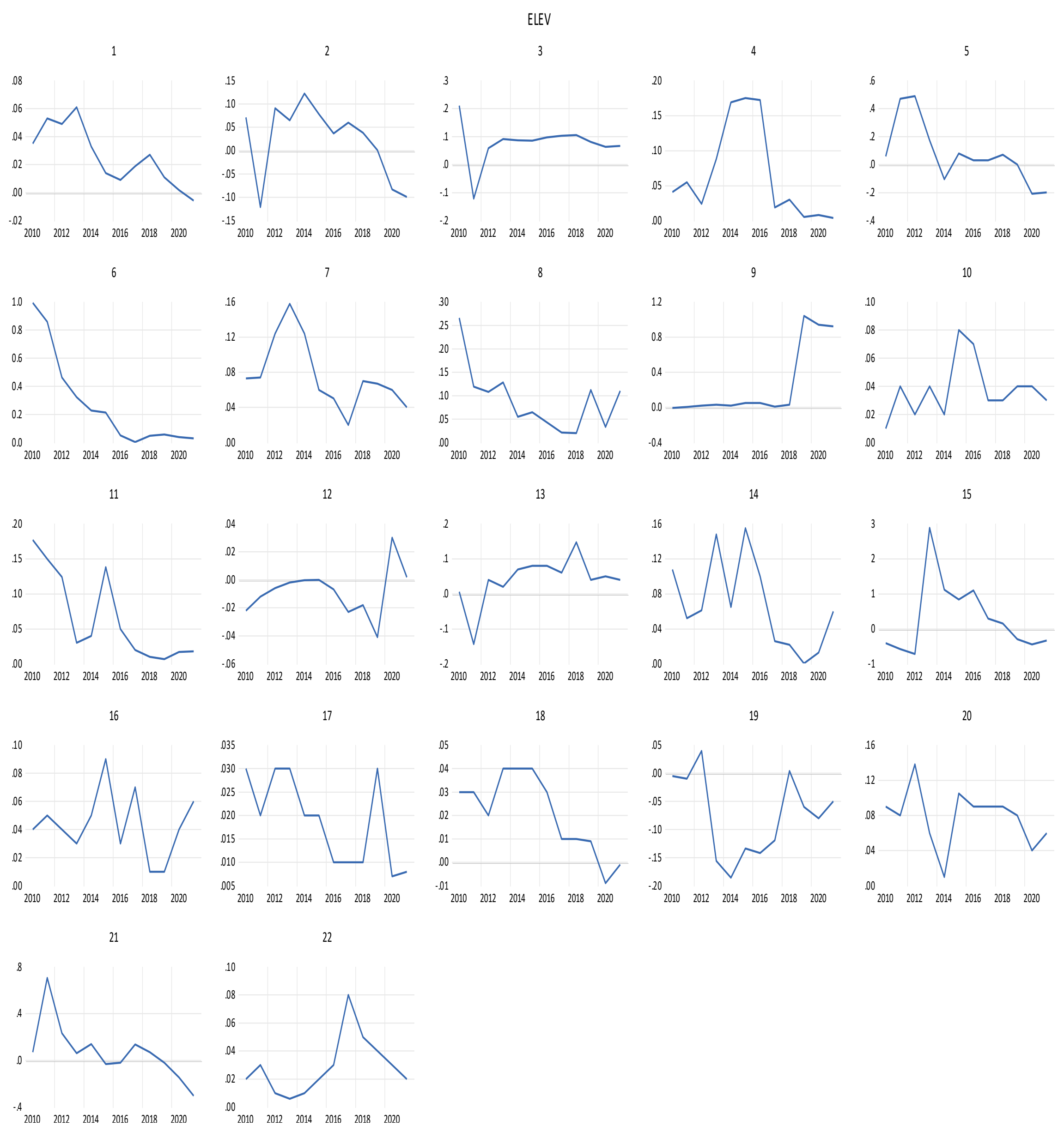
الشكل (3−2): تطور القيمة الاقتصادية في المؤسسات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

2. أثر الرافعة المالية (ELEV) بلغ متوسط حسابها 0.07 بانحراف معياري قدر بـــ0.26، بأعلى قيمة 2.88، وهذا يفسر أن المردودية المالية أكبر من المردودية الاقتصادية، وأن المردودية الاقتصادية اعلى من معدل الفائدة، وأقل قيمة لها 0.71 وهذه القيمة سالبة وتدل على أسعار الفائدة أكبر من المردودية الاقتصادية، وهذا ما يثبت أن المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة المدروسة لا تتحكم في ديونها والشكل التالي يثبت ذلك.

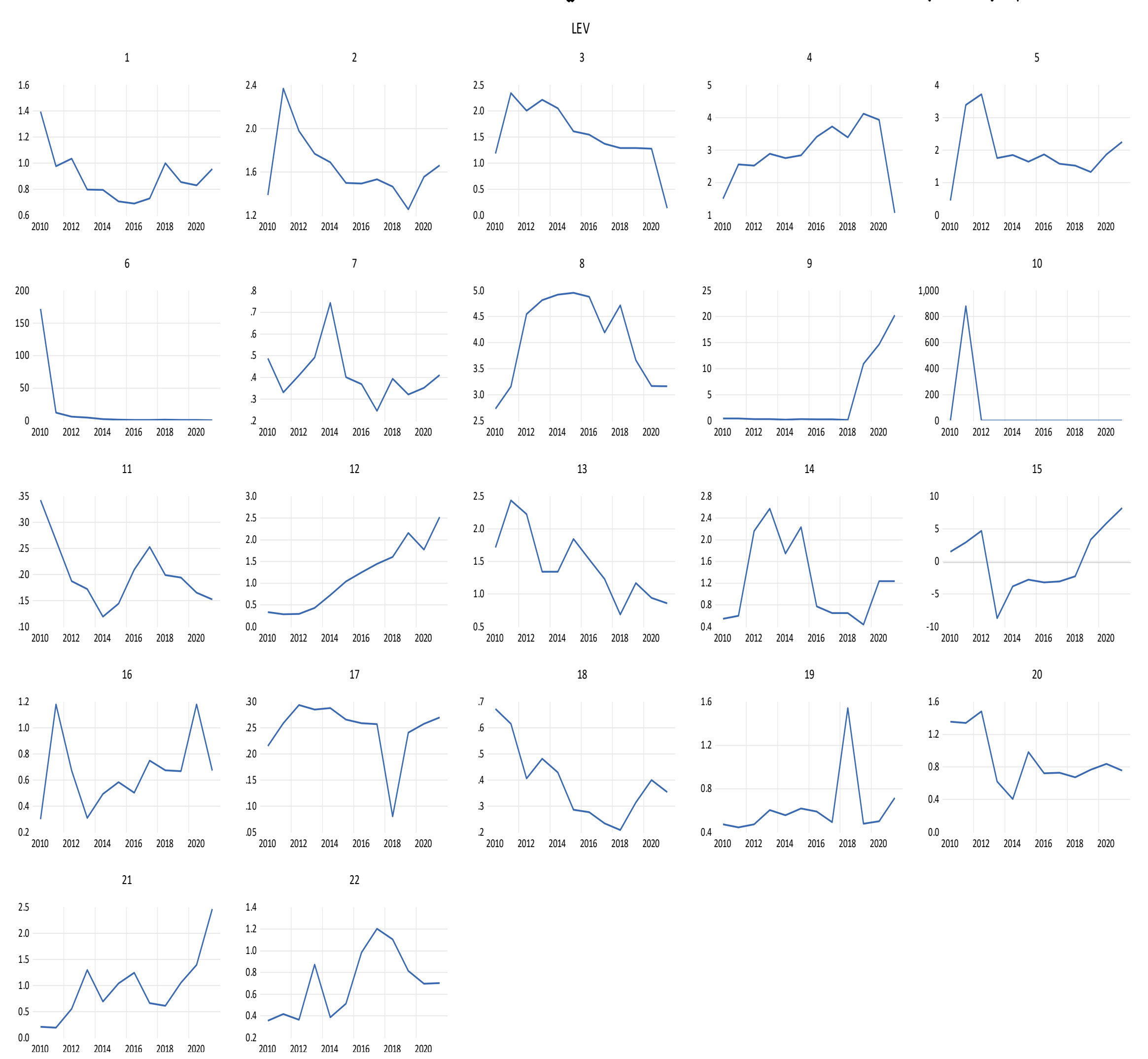
الشكل رقم (3-3): تطور قيمة أثر الرافعة المالية في المؤسسات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

3. الرافعة المالية (LEV) قدر متوسط حسابها بـــ 5.3 وانحراف معياري قدره 55.15 وهو اعلى انحراف في كل المتغيرات، وبأعلى قيمة 881 المسجلة في مؤسسة الردم التقني وهذا يدل على مجموع الديون في المؤسسة تفوق الأموال الخاصة بكثير وهذا يدل على أن المؤسسة معرضة لخطر الافلاس، وأقل قيمة 8.71 وهي قيمة سالبة، وتفسر على أن الأموال الخاصة في سنة 2013 لمركب الحجار كانت سالبة، وأن المؤسسات محل الدراسة تعتمد بصفة كبيرة في تمويل أصولها على الديون، والشكل التالي يظهر ذلك.

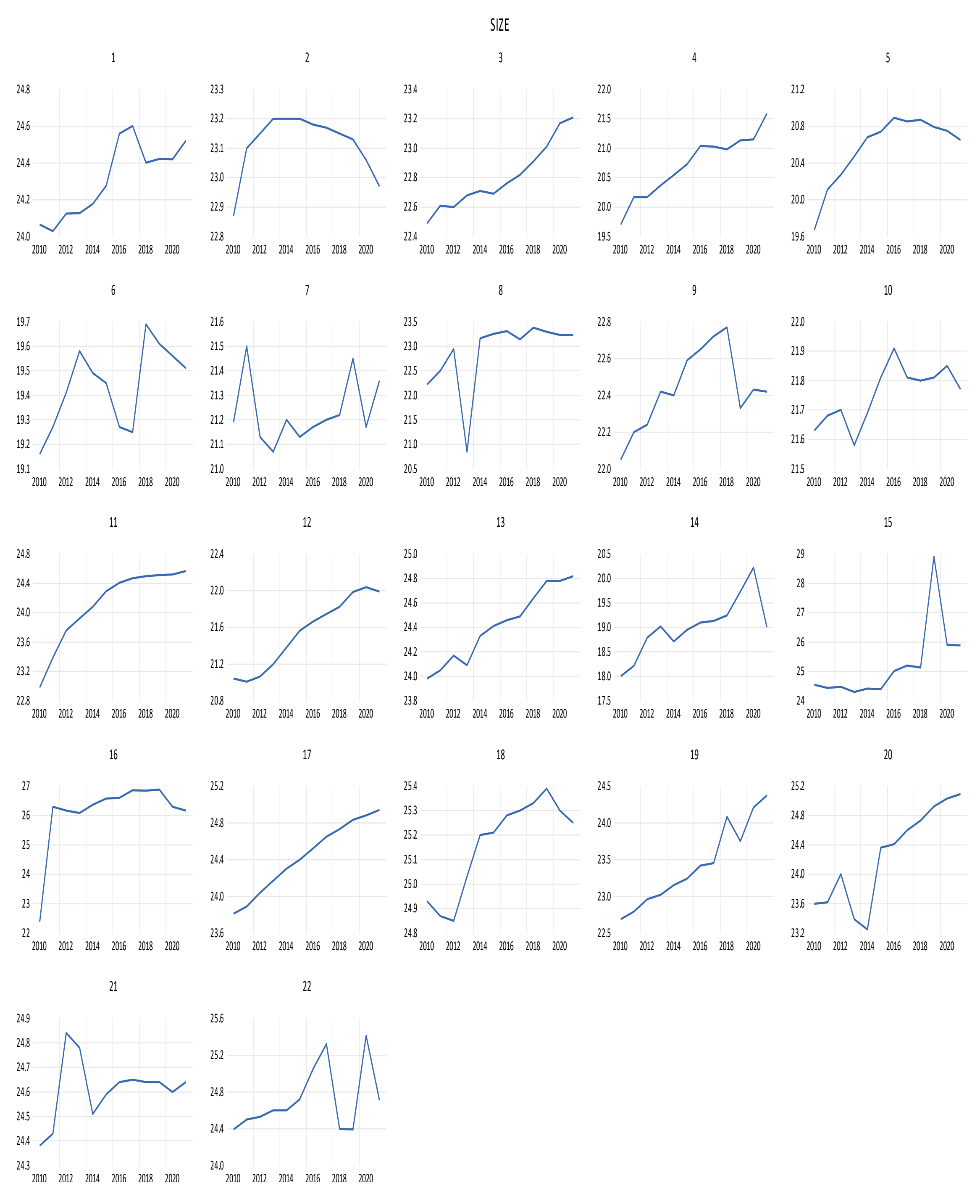
الشكل رقم (3-4): تطور قيمة الرافعة المالية في المؤسسات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

4.بلغ متوسط حجم المؤسسة 23.01 بانحراف قدره 1.98 وأعلى قيمة 28 وتشير إلى أن هذه المؤسسة تعتبر كبيرة، وأقل قيمة 18 وهي مؤسسة متوسطة، والشكل الآتي يوضح ذلك.

الشكل رقم (3-5): تطور أحجام المؤسسات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

ثانيا: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

يتم إجراءه بهدف الكشف عن الازدواج الخطي بين المتغيرات، كما يشير إلى نوعية العلاقة بين ظاهرتين أو أكثر، وهذه العلاقة قد تكون موجبة أو سالبة وقوتها تحدد من خلال معامل الارتباط وإن كان قوي أكثر من 0.5 دل ذلك على احتمال وجود ازدواج خطي بين المتغيرات، والجدول التالي يظهر ذلك.

الجدول رقم (3-3): مصفوفة الارتباط

	EVA	ELEV	LEV	SIZE
EVA	1	-0.0795308	-0.01320015	0.0183757
ELEV	-0.079530	1	0.0324490	-0.10412036
LEV	-0.0132001	0.0324490	1	-0.0716097
SIZE	0.01837577	-0.1041207	-0.0716097	1

المصدر: **برمجية Eviews13**

يظهر الجدول أعلاه نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة والذي أظهر أن معظم معاملات الارتباط بين المتغيرات ضعيفة وهذا يدل على عدم وجود ارتباط متعدد بين البيانات وهذا ما يؤكده اختبار VIF الذي يعود إلى "Farrar and Glauber" في مقالتيهما عام 1967 الذي كشف عن مشكلة التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، وفي هذا المجال ذكر "Myers" أنه إذا كان VIF>10 فهو يدل على وجود تداخل خطي متعدد، وبتطبيق العلاقة السابقة نتحصل على قيمة معامل تضخم التباين المبينة في الجدول التالي.

جدول رقم (3-4): اختبار VIF

Included observations: 240			
	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	2.346960	138.9925	NA
ELEV	0.239243	1.092248	1.011602
LEV	5.6^{E}-06	1.015211	1.005793
SIZE	0.004370	138.0846	1.015746

المصدر: **برمجية Eviews13**

يؤكد الجدول رقم (3-5) أنه لا يوجد مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة والمفسرة وهذا لكون جميع معاملات تضخم التباين أقل من 10.

ثالثا: اختبار التجانس

هذا العنصر يوضح اختبار التجانس لــ **Hsiao** والمراد منه الكشف عن هل هناك تطابق للأثر الفردي للمؤسسات المختارة عبر الزمن أم هناك اختلاف في الأثر الفردي والجدول التالي يوضح هذا الاختبار.

جدول رقم (3-5): اختبار التجانس لــ Hsiao

ملاحظة	Hypotheses	F-Stat	P-Value
رفض	H1	1.427559	0.025458
رفض	H2	1.889467	0.000624
قبول	H3	0.033889	1.000000

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول تم اختبار فرضية بنية التجانس العام القائمة على تطابق الثوابت α_i وتماثل شعاع المعاملات β_i واختبار تجانس المعاملات β_i من خلال الفرضيات التالية والتي تم التطرق إليها سابقا في المخطط رقم(3-1) :

$H_1 : \alpha_i = \alpha \; ; \beta_i = \beta$

$H_2 : \beta_i = \beta$

$H_3 : \alpha_i = \alpha$

وكانت النتيجة تجانس رفض الفرضية الأولى والثانية لأنها كانت أقل من مستوى المعنوية 0.05 و قبول الفرضية الثالثة تجانس الثوابت التي كانت أكبر من 0.05 مستوى المعنوية، وبالتالي يمكننا قبول بنية نموذج بانل.

المطلب الثاني: تقدير نماذج بانل الساكنة

في بداية نقوم بتقدير النماذج بانل الساكنة (نموذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة، التأثيرات العشوائية) لتحديد علاقة الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة من جهة وعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في وجود حجم المؤسسة وفق المعادلة التالية:

EVA = C(1) + C(2)*ELEV + C(3)*LEV

أولا: تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

من خلال تقدير الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية والجداول التالية تظهر ذلك.

الجدول رقم(3–6): نتائج الانحدار التجميعي لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

Dependent Variable: EVA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/20/23 Time: 19:01
Sample: 2010 2021
Periods included: 12
Cross-sections included: 22
Total panel (balanced) observations: 264

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.002342	0.135238	7.411693	0.0000
ELEV	-0.622976	0.485657	-1.282750	0.2007
LEV	-0.000406	0.002357	-0.172208	0.8634
R-squared	0.006438	Mean dependent var		0.953184
Adjusted R-squared	-0.001175	S.D. dependent var		2.105959
S.E. of regression	2.107196	Akaike info criterion		4.339892
Sum squared resid	1158.912	Schwarz criterion		4.380528
Log likelihood	-569.8658	Hannan-Quinn criter.		4.356221
F-statistic	0.845610	Durbin-Watson stat		1.803961
Prob(F-statistic)	0.430468			

المصدر: **برمجية Eviews13**

يتبين من الجدول أعلاه مايلي:

بالنظر إلى نموذج الانحدار التجميعي المقدر نلاحظ أن معلمات الرافعة المالية غير معنوية من الناحية الاحصائية عند مستوى المعنوية 5%، وهذا من خلال القيم الاحتمالية المبينة في الجدول كانت أكبر من 5%، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، وهذا ما دلت عليه قيمة الاحصائية F التي كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لها أكبر من مستوى المعنوية 5%وهو ما يفسر أن النموذج المقدر ككل غير معنوي.

الجدول رقم(3−7): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

Dependent Variable: EVA Method: Panel Least Squares Date: 07/20/23 Time: 19:07 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 22 Total panel (balanced) observations: 264				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.008415	0.141632	7.119972	0.0000
ELEV	-0.702438	0.536451	-1.309418	0.1916
LEV	-0.000421	0.002558	-0.164444	0.8695
Effects Specification Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.007470	Mean dependent var		0.953184
Adjusted R-squared	-0.087647	S.D. dependent var		2.105959
S.E. of regression	2.196312	Akaike info criterion		4.497944
Sum squared resid	1157.708	Schwarz criterion		4.823030
Log likelihood	-569.7286	Hannan-Quinn criter.		4.628574
F-statistic	0.078534	Durbin-Watson stat		1.803533
Prob(F-statistic)	1.000000			

المصدر: **برمجية Eviews13**

من خلال نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة المبين في الجدول أعلاه يتبين لنا عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسات محل الدراسة، وهذا لكون كل معلمات الرافعة المالية غير مقبولة احصائيا أي القيمة الاحتمالية المقابلة لها كانت أكبر من مستوى

المعنوية 5% وأن النموذج ككل غير معنوي من خلال القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية *F* كانت كذلك أكبر من 5% مما دل على عدم وجود معنوية للنموذج المقدر.

الجدول رقم(3-8): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

Dependent Variable: EVA Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 07/20/23 Time: 19:12 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 22 Total panel (balanced) observations: 264 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
C	1.002342	0.140957	7.110964	0.0000
ELEV	-0.622976	0.506196	-1.230702	0.2195
LEV	-0.000406	0.002457	-0.165221	0.8689
Effects Specification				
Cross-section random			S.D.	Rho
			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			2.196312	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.006438	**Mean dependent var**		0.953184
Adjusted R-squared	-0.001175	**S.D. dependent var**		2.105959
S.E. of regression	2.107196	**Sum squared resid**		1158.912
F-statistic	0.845610	**Durbin-Watson stat**		1.803961
Prob(F-statistic)	0.430468			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006438	**Mean dependent var**		0.953184
Sum squared resid	1158.912	**Durbin-Watson stat**		1.803961

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول أعلاه يتبين أن القيم الاحتمالية للرافعة المالية غير معنوية احصائيا لأنها أقل من مستوى المعنوية 0.05، وأن القيمة الاحتمالية لإحصائية *F* كانت أقل من 5% مما تدل على عدم

معنوية النموذج التأثيرات العشوائية، والذي يشير إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسات محل الدراسة.

وبالتالي حسب النتائج السابقة تثبت عدم ملائمة النماذج الثلاثة في تحديد العلاقة الموجودة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات المختارة، وهذا لكونها غير معنوية لأن القيمة الاحتمالية لـــ F أقل من مستوى المعنوية 0.05، بالتالي سنحاول استخدام متغير حجم المؤسسة لاختبار مدى تغير أو تحسن العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

ثانيا: تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة

يتم تقديرها انطلاقا من الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة والعشوائية والجداول التالية تبين ذلك

الجدول رقم(3-9): نتائج الانحدار التجميعي لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة

Dependent Variable: EVA Method: Panel Least Squares Date: 07/20/23 Time: 19:17 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 22 Total panel (balanced) observations: 264				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.769248	1.531838	0.502173	0.6160
ELEV	-0.615346	0.489125	-1.258056	0.2095
LEV	-0.000381	0.002367	-0.160994	0.8722
SIZE	0.010098	0.066104	0.152765	0.8787
Root MSE	2.095095	R-squared		0.006527
Mean dependent var	0.953184	Adjusted R-squared		-0.004936
S.D. dependent var	2.105959	S.E. of regression		2.111150
Akaike info criterion	4.347378	Sum squared resid		1158.808
Schwarz criterion	4.401559	Log likelihood		-569.8539
Hannan-Quinn criter.	4.369150	F-statistic		0.569409
Durbin-Watson stat	1.803415	Prob(F-statistic)		0.635621

المصدر: برمجية Eviews13

نلاحظ من الجدول أن القيم الاحتمالية للرافعة المالية وحجم المؤسسة كانت غير معنوية، وهذا لكونها أكبر من 0.05 مما يدل على عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في وجود حجم المؤسسة، وأن نموذج الانحدار التجميعي غير معنوي ككل من خلال احصائية *F* التي كانت أقل من *5%*.

الجدول رقم(3-10): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة

Dependent Variable: EVA Method: Panel Least Squares Date: 07/20/23 Time: 19:22 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 22 Total panel (balanced) observations: 264				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
C	-3.326232	6.231067	-0.533814	0.5940
ELEV	-0.629563	0.547145	-1.150631	0.2510
LEV	-0.000411	0.002561	-0.160598	0.8725
SIZE	0.188122	0.270356	0.695831	0.4872
Effects Specification Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.009477	**Mean dependent var**	0.953184	
Adjusted R-squared	-0.089990	**S.D. dependent var**	2.105959	
S.E. of regression	2.198676	**Akaike info criterion**	4.503496	
Sum squared resid	1155.368	**Schwarz criterion**	4.842127	
Log likelihood	-569.4615	**Hannan-Quinn criter.**	4.639568	
F-statistic	0.095275	**Durbin-Watson stat**	1.794648	
Prob(F-statistic)	1.000000			

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول نلاحظ عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة حتى بوجود حجم المؤسسة وهذا لكون القيمة الاحتمالية لهذه المعلمات كانت أقل من 0.05، ونموذج التأثيرات الثابتة غير معنوي ككل لأن القيمة الاحتمالية لـF كانت أقل من 5%، مما يثبت عدم جدوى نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير العلاقة بين المتغير التابع (EVA) والمتغير المستقل (LEV) وأن المتغير المعدل (SIZE) لم يحسن جودة العلاقة.

الجدول رقم(3-11): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لعلاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة

Dependent Variable: EVA Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 07/20/23 Time: 19:33 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 22 Total panel (balanced) observations: 264				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
C	0.769248	1.595346	0.482183	0.6301
ELEV	-0.615346	0.509403	-1.207974	0.2282
LEV	-0.000381	0.002465	-0.154585	0.8773
SIZE	0.010098	0.068845	0.146684	0.8835
	Effects Specification			
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			2.198676	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.006527	**Mean dependent var**		0.953184
Adjusted R-squared	-0.004936	**S.D. dependent var**		2.105959
S.E. of regression	2.111150	**Sum squared resid**		1158.808
F-statistic	0.569409	**Durbin-Watson stat**		1.803415
Prob(F-statistic)	0.635621			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006527	**Mean dependent var**		0.953184
Sum squared resid	1158.808	**Durbin-Watson stat**		1.803415

المصدر: **برمجية Eviews13**

يتبين من الجدول أن نموذج التأثيرات العشوائية غير معنوي لكون القيمة الاحتمالية لـــ F أقل من 0.05 وهذا يدل على عدم جدوته في تقدير العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة على رغم من إدخال حجم المؤسسة كمتغير معدل، وأشارت النتائج كذلك إلى عدم معنوية كل المعلمات لأنها كانت أقل من 5%.

وانطلاقا من النتائج السابقة ثبت عدم ملائمة نماذج التحليل الساكن في تقدير علاقة الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة، أي لا نستطيع تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية باستخدام التحليل الساكن وهذا ما يدفعنا لإجراء بعض الاختبارات الأخرى والتي قد تؤثر على نتائج التحليل الساكن، كما أنها تسمح بتحديد وتقدير نماذج أخرى قد تعطي نتائج أفضل وأكثر معنوية لتقدير علاقة الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة سواء بوجود الحجم أو بدونه.

المطلب الثالث: اختبار جذر الوحدة وتكامل المشترك للمتغيرات

تعد اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك من أهم خطوات تقدير النماذج وقد تطرقنا سابقا إليها، وسوف نعتمد على أحد تلك الاختبارات المذكورة الخاصة باختبارات السكون ومن بينها اختبار *ADF* الذي يعطي نتائج أفضل لكونه يأخذ في الحسبان الارتباط الذاتي، بينما نعتمد على اختبار **kao (1999)** في تحديد ما إذا كان هناك تكامل مشترك أم لا يوجد.

أولا: اختبار جذر الوحدة لبيانات البانل

ويتم الاعتماد على الفروض التالية:

H_0: بيانات البانل لها جذر الوحدة (غير مستقرة).

H_1: بيانات البانل لا تحتوي على جذر الوحدة (مستقرة).

ويمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها في الجدول التالي

الجدول رقم (3-12): اختبار ADF لاستقراريه متغيرات الدراسة عند المستوى

المتغيرات	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
ELEV	54.6709	0.1300
EVA	43.5450	0.4910
LEV	44.3819	0.4555
SIZE	54.9177	0.1252

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13

تشير النتائج الموضحة حسب اختبار **Augmented Dickey Fuller(ADF)** إلى وجود جذر الوحدة على مستوى المتغيرات المتمثلة في الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، حجم المؤسسة، أثر الرافعة المالية، القيمة الاقتصادية المضافة، أي أن نتائج تكشف عن عدم استقرارها عند المستوى، وبالتالي رفض الفرضية القائلة أن بيانات بانل لا تحتوي على جذر الوحدة وقبول فرضية العدم بوجود جذر الوحدة وبيانات غير مستقرة، وعليه سنقوم بإعادة الاختبار بعد أخذ الفروق الأولى.

الجدول رقم (3-13): اختبار ADF لاستقراريه متغيرات الدراسة عند الفرق الأول

المتغيرات	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
ELEV	72.4050	0.0045
EVA	63.42298	0.0290
LEV	76.9196	0.0016
SIZE	101.597	0.0000

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13

يمكن الملاحظة من الجدول بعد أخذ الفرق الأول لكل المتغيرات أنها أصبحت مستقرة وبتالي نقبل الفرض البديل الذي مفاده أن المتغيرات لا تحتوي على جذر الوحدة وأنها مستقرة عند الدرجة الأولى، وهذه النتيجة تشير إلى إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

ثانيا: اختبار التكامل المشترك

بعد اختبار استقراريه بيانات البانل والتي كانت متكاملة من الدرجة الأولى وللتأكد من وجود أو عدم وجود علاقة على المدى الطويل نظرا لتوفر شرط الاستقرار عند الدرجة الأولى ويمكن استخدام اختبار التكامل المشترك لـــ**Kao1999** انطلاقا من اختبارات ADF على اعتبارها لا تأخذ عدم التجانس الفردي في الحسبان، والقائم على الفرضيات التالية:

H_0: عدم وجود تكامل مشترك.

H_1: يوجد تكامل مشترك.

جدول رقم(3−14): نتائج اختبارKao

Kao Residual Cointegration Test Series: EVA ELEV LEV SIZE Date: 07/20/23 Time: 19:48 Sample: 2010 2021 Included observations: 264 Null Hypothesis: No cointegration User-specified lag length: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel		
	t-Statistic	**Prob.**
ADF	-2.161347	0.0153
Residual variance	7.754398	
HAC variance	3.254186	

المصدر: **برمجية Eviews13**

يلاحظ من الجدول أن القيمة الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية 0.05 لذا نقبل الفرضية البديلة التي مفادها وجود تكامل مشترك بين المتغيرات و رفض الفرضية العدمية بعدم وجود تكامل مشترك مما يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة، وعليه سنلجأ إلى استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM).

المبحث الثالث: تقدير العلاقة باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM

انطلاقا من النتائج السابقة التي تم الحصول عليها والتي بينت أن بيانات البانل مستقرة عند الفرق الأول والتي تدل على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات وهذا ما أثبته اختبار **Kao1999**، وبالتالي فإن أنسب طريقة لتقدير علاقة الرافعة المالية في ظل تباين حجم المؤسسة في المؤسسات محل الدراسة هو متجه تصحيح الخطأ **VECM** والذي يقيس العلاقة في المدى الطويل، أي أن المتغيرات تمتاز بنفس السلوك في الأجل الطويل وأنها قريبة من بعضها البعض ، وهذا ما سوف يتم التعرف عليه من خلال هذا المبحث بهدف تقدير نموذج تصحيح الخطأ ، وقبل ذلك لابد من تحديد فترات الزمنية المتباطئة لنموذج الفروقات.

المطلب الأول: تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة

قبل تقدير نموذج المختار لابد في البداية من تحديد درجة التباطؤ المثلى ثم اختبار السببية ليتم بعدها تقدير النموذج ثم اجراء الاختبارات التشخصية في الأخير.

أولا: تحديد فترة التباطؤ المثلى

ولتحديد هذه الفترة نعتمد على عدة اختبارات والموضحة في الجدول التالي.

جدول رقم(3−15): نتائج اختبار درجة التباطؤ الزمني المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: EVA ELEV LEV1
Exogenous variables:
Date: 07/22/23 Time: 13:14
Sample: 2010 2021
Included observations: 132

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-394.1833	NA	0.090286	6.108837	6.305392	6.188708
2	-379.4518	28.12371	0.082790	6.021997	6.415106	6.181739
3	-374.4419	9.336700	0.087989	6.082453	6.672117	6.322065
4	-324.7027	90.43494	0.047505	5.465192	6.251410*	5.784675*
5	-322.6454	3.646931	0.052850	5.570385	6.553158	5.969739
6	-304.3270	31.64096*	0.045991*	5.429196*	6.608524	5.908421

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول نلاحظ أن ثلاث اختبارات فترات التباطؤ (AIC, EPE, LR) قد أشارت إلى الفترة السادسة واختبارين أشاروا إلى الفترة الرابعة، وبتالي سوف نختار الفترة السادسة كفترة تأخير مثلى وهذا بسبب مبدأ أغلبية الاختبارات والتي سوف تكون معتمدة في كافة الاختبارات.

ثانيا: تقدير العلاقة السببية بين المتغيرات

سوف نستعين باختبار Granger للسببية وذلك مع أخذ بعين الاعتبار فترات التباطؤ والنتائج موضحة في الجدول التالي.

جدول رقم(3-16): نتائج اختبارGranger للسببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 07/22/23 Time: 13:42
Sample: 2010 2021
Lags: 6

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
d(ELEV) does not Granger Cause d(EVA)	110	0.03437	0.9998
d(EVA) does not Granger Cause d(ELEV)		0.34824	0.9094
d(LEV) does not Granger Cause d(EVA)	110	3.65467	0.0026
d(EVA) does not Granger Cause d(LEV)		1.68881	0.1318
d(LEV) does not Granger Cause d(ELEV)	110	0.40021	0.8773
d(ELEV)does not Granger Cause d(LEV)		2.20748	0.0486

المصدر: **برمجية Eviews13**

أظهرت نتائج اختبار السببية مايلي:

- وجود علاقة سببية بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة أحادية الاتجاه ذات دلالة احصائية.
- لا توجد علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- توجد علاقة سبية أحادية الاتجاه بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة وأثر الرافعة المالية.

- **ثالثا: تقدير نموذج VECM**

بعد تحديد فترة التباطؤ سوف نقوم بتقدير النموذج لتقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة عند فترة التأخير السادسة، والنتائج موضحة في الملحق رقم3 والجداول التالية:

جدول رقم (3-17): معلمات الأجل الطويل ومعامل تصحيح الخطأ

Cointegrating Eq:	CointEq1		
EVA(-1)	1.000000		
ELEV(-1)	6.199653		
	(1.45027)		
	[4.27483]		
LEV(-1)	-0.098396		
	(0.09080)		
	[-1.08366]		
C	-1.216255		
Error Correction:	D(EVA)	D(ELEV)	D(LEV)
COINTEQ1	-1.429714	-0.036026	0.125009
	(0.24932)	(0.01656)	(0.17182)
	[-5.73445]	[-2.17591]	[0.72756]

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

من الجدول أعلاه نلاحظ مايلي:

- معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند مستوى المعنوية، أي أن القيمة الاحتمالية له أكبر من 0.05، وهذا يدل على أن (1.4297) من اخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها ذاتيا عبر الزمن من أجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، أي حوالي 7 أشهر من أجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة.
- وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- عدم وجود علاقة بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة(LEV) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

الجدول رقم (3–18): معلمات الأجل القصير

D(ELEV(-1))	5.325875	0.246831	-2.316596
	(2.13892)	(0.14204)	(1.47404)
	[2.48999]	[1.73777]	[-1.57160]
D(ELEV(-2))	3.544624	0.161278	-0.909941
	(1.98632)	(0.13191)	(1.36888)
	[1.78452]	[1.22268]	[-0.66474]
D(ELEV(-3))	-2.128594	0.113921	0.813327
	(2.50205)	(0.16615)	(1.72430)
	[-0.85074]	[0.68563]	[0.47169]
D(ELEV(-4))	2.065537	-0.106887	0.507626
	(1.42641)	(0.09472)	(0.98301)
	[1.44807]	[-1.12841]	[0.51640]
D(ELEV(-5))	2.199994	-0.031328	0.017322
	(1.05674)	(0.07017)	(0.72825)
	[2.08187]	[-0.44642]	[0.02379]
D(ELEV(-6))	2.367189	-0.073845	0.549996
	(0.72182)	(0.04793)	(0.49744)
	[3.27947]	[-1.54056]	[1.10564]
D(LEV(-1))	0.083780	-0.011185	0.482105
	(0.21736)	(0.01443)	(0.14980)
	[0.38544]	[-0.77488]	[3.21839]
D(LEV(-2))	0.100510	-0.000282	0.312917
	(0.20576)	(0.01366)	(0.14180)
	[0.48848]	[-0.02064]	[2.20672]
D(LEV(-3))	-0.071438	0.000783	0.023678
	(0.46092)	(0.03061)	(0.31764)
	[-0.15499]	[0.02559]	[0.07454]
D(LEV(-4))	0.032543	-0.001069	0.034014
	(0.34082)	(0.02263)	(0.23488)
	[0.09548]	[-0.04724]	[0.14482]
D(LEV(-5))	-0.008822	0.000105	0.000354
	(0.00297)	(0.00020)	(0.00205)
	[-2.97222]	[0.53305]	[0.17315]
D(LEV(-6))	-0.010280	3.40E-05	-0.000208
	(0.00206)	(0.00014)	(0.00142)

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

من خلال قراءة الجدول نلاحظ:

- وجود علاقة قصيرة الأجل معنوية بإبطاء سنة، سنتين، خمس سنوات، ست سنوات، بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، بينما لا توجد علاقة قصيرة الأجل في باقي فترات الإبطاء الأخرى.
- توجد علاقة قصيرة الأجل معنوية بإبطاء خمس سنوات، ست سنوات، بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة، وعدم وجود علاقة قصيرة الأجل في فترات الإبطاء الأخرى.

الجدول رقم(3–19): التقييم الاحصائي للنموذج

R-squared	0.594992	**Mean dependent var**	-0.042259
Adjusted R-squared	0.509491	**S.D. dependent var**	2.596247
S.E. of regression	1.818317	**Akaike info criterion**	4.196666
Sum squared resid	297.5650	**Schwarz criterion**	4.687662
Log likelihood	-210.8166	**Hannan-Quinn criter.**	4.395816
F-statistic	6.958842	**Durbin-Watson stat**	2.526334
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

- يتضح من الجدول أن معامل التحديد قد بلغ 0.59، وهذا يدل على أن الرافعة المالية تفسر ما مقداره 59% من التغيرات التي تطرأ على القيمة الاقتصادية المضافة والباقي يعود إلى متغيرات أخرى لم تأخذ بالحسبان والمتمثلة في حد الخطأ، وهو ما يثبت وجود علاقة معنوية طويلة الأجل بين الرافعة والقيمة الاقتصادية المضافة.
- النموذج المقدر مقبول احصائيا من خلال معنوية قيمة F التي كانت أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

كما يمكن تلخيص النتائج السابقة في المعادلة التالية:

D(EVA) = - 1.429*(**EVA(-1)** + 6.199***ELEV(-1)** - 0.0983*LEV(-1) - 1.216 + 0.556***D(EVA(-1))** + 0.5314208***D(EVA(-2))** + 0.327***D(EVA(-3))** + 0.2652***D(EVA(-4))** + 0.226***D(EVA(-5))** + 0.148***D(EVA(-6))** + 5.325***D(ELEV(-1))** + 3.544***D(ELEV(-2))** - 2.1285***D(ELEV(-3))** + 2.065***D(ELEV(-4))** + 2.199***D(ELEV(-5))** + 2.367***D(ELEV(-6))** + 0.0837***D(LEV(-1))** + 0.1005***D(LEV(-2))** - 0.071***D(LEV(-3))** +

0.0325***D(LEV(-4))** - 0.008***D(LEV(-5))** - 0.0102***D(LEV(-6))** - 0.1185
R-squared 0.594992 F-statistic 6.958842

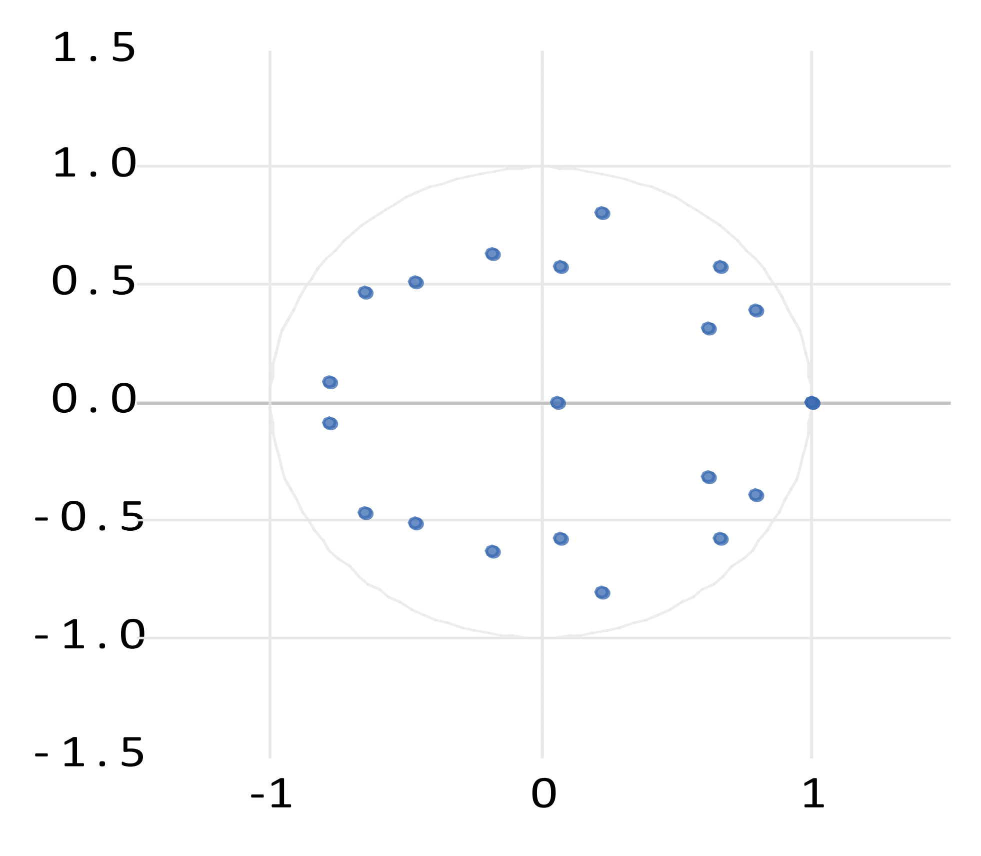
رابعا: الاختبارات التفسيرية لجودة النموذج

بهدف التأكد من سلامة النموذج المقدر وخلوه من المشاكل القياسية سوف يتم الاعتماد على اختبارات التالية:

1. اختبار جذر الوحدة (Roots Test)

يتم التأكد بواسطة اختبار(**Roots of characteristic polynomial**)، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم(3-6): اختبار استقرارية النموذج



المصدر: **برمجية Eviews13**

حسب الشكل نلاحظ أن كل النقاط موجودة داخل الدائرة، أو في محيطها والجدول رقم 3 من الملحق 3يثبت صحة هذه النتيجة.

2. اختبار نتائج الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يجب أن تكون القيم المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية معينة مستقلة عن القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها، ويختبر الفرضية التالية:

H_0: لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

H_1: يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

والنتائج موضحة في الجدول التالي.

جدول رقم (3–20): نتائج الارتباط الذاتي للأخطاء

VEC Residual Serial Correlation LM Tests Date: 07/22/23 Time: 15:02 Sample: 2010 2021 Included observations: 110						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	16.60796	9	0.0552	1.888149	(9, 207.0)	0.0553
2	9.460797	9	0.3959	1.057303	(9, 207.0)	0.3960
3	11.04815	9	0.2724	1.239401	(9, 207.0)	0.2725
4	3.502525	9	0.9410	0.385901	(9, 207.0)	0.9410
5	NA	9	NA	NA	(9, NA)	NA
6	NA	9	NA	NA	(9, NA)	NA

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول نلاحظ أن القيم كانت أكبر من مستوى المعنوية 5% الأمر الذي يشير إلى قبول الفرض الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

3. اختبار ثبات التباين

يتم اختبار عدم التجانس من خلال اختبار (White test) الذي يكشف ما إذا كان هناك عدم ثبات قيمة التباين والجدول التالي يظهر ذلك.

جدول رقم(3−21): نتائج اختبار عدم التجانس

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares) Date: 07/22/23 Time: 15:07 Sample: 2010 2021 Included observations: 110 Joint test:					
Chi-sq	**df**	**Prob.**	المصدر : **برمجية**		
167.5391	228	0.9990			

المصدر : **برمجية Eviews13**

بما أن قيمة الاحتمالية الموضحة في الجدول أكبر من مستوى المعنوية 0.05 نقبل الفرضية التي نصت على أن تباين سلسلة قيم البواقي ثابت، أي أن النموذج المقدر لا يعاني لا من مشكلة الارتباط الذاتي حسب الجدول رقم (3−20) ولا من مشكلة عدم التجانس.

4.تحليل التباين

تحليل التباين يظهر العلاقة الموجودة بين المتغيرات المدروسة من خلال تحديد أقصى تباين في التنبؤ لكل متغير من المتغيرات المدروسة والجدول التالي يظهر ذلك.

الجدول (3−22): نتائج تحليل التباين

Variance Decomposition of EVA:				
Period	**S.E.**	**EVA**	**ELEV**	**LEV**
1	1.818317	100.0000	0.000000	0.000000
2	1.858097	97.47964	1.443489	1.076875
3	1.928771	90.51526	5.278635	4.206107
4	2.273174	66.49475	28.25823	5.247021
5	2.357552	61.83305	29.73765	8.429294
6	2.402445	60.27140	28.78732	10.94128
7	2.474356	58.14318	28.84926	13.00756
8	2.527590	55.98788	29.20916	14.80296
9	2.620161	55.44510	28.75534	15.79955
10	2.708197	55.13477	28.03898	16.82626

المصدر : **برمجية Eviews13**

نلاحظ أن معظم التقلبات الظرفية التي تشهدها EVA ناتجة بالدرجة الأولى عن الصدمات الذاتية للمتغير نفسه خلال المدى القصير، فهذه الصدمات تسمح بتفسير كل التغيرات التي حدثت فيه خلال السنة الأولى من الصدمة، إلا أن هذه النسبة تشهد تراجعا كبيرا في المدى الطويل حتى تصل إلى 55% عند السنة العاشرة، بالموازاة مع ذلك تزداد الأهمية النسبية لمتغير أثر الرافعة المالية تدريجيا في تفسير التغيرات في EVA في المدى الطويل حتى تبلغ 28% في السنة العاشرة، كما تزداد أهمية الصدمات الهيكلية لمجموع الديون إلى الأموال الخاصة في تفسير التغيرات في EVA في المدى الطويل حيث تصل إلى 16% في السنة العاشرة.

5.تحليل الصدمات

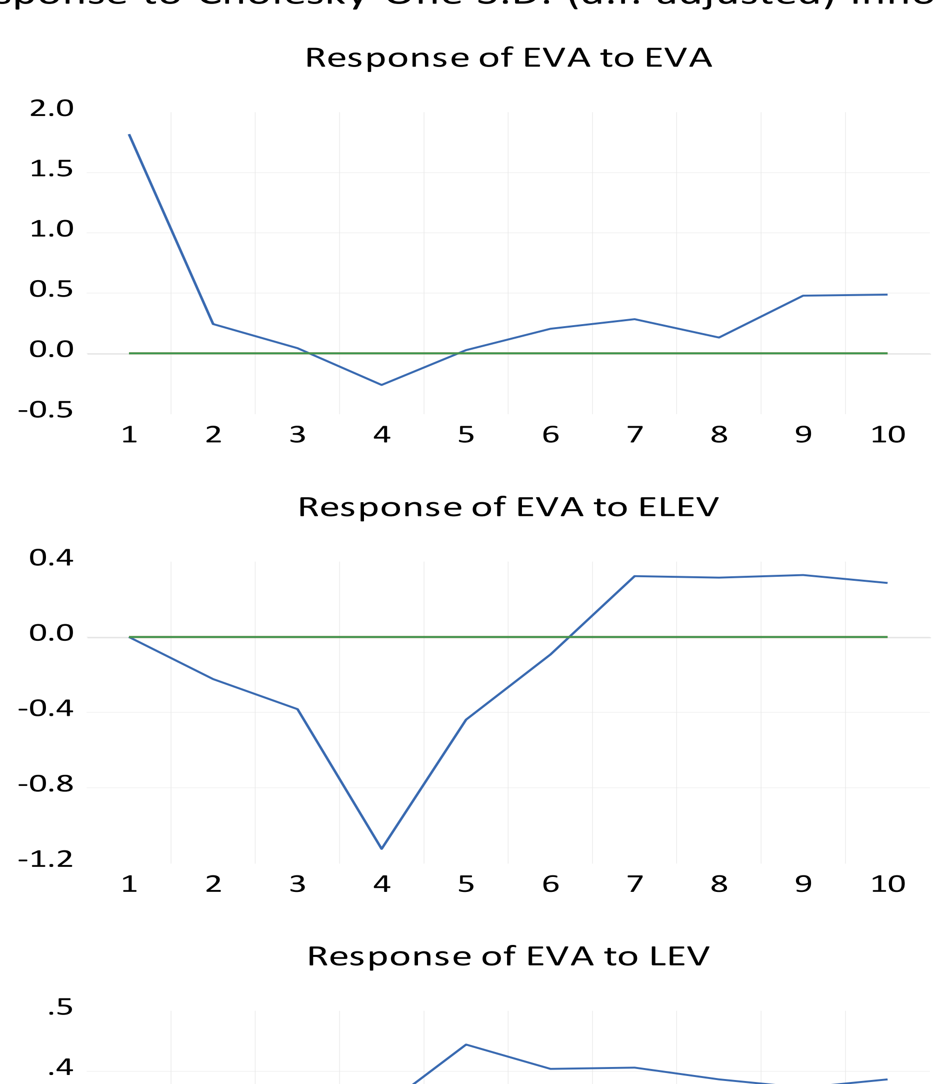
يتم تحليل دوال الاستجابة لصدمة الرافعة المالية المتمثل في أثر الرافعة المالية ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة الاقتصادية المضافة، والجدول والشكل التالي يوضحا ذلك.

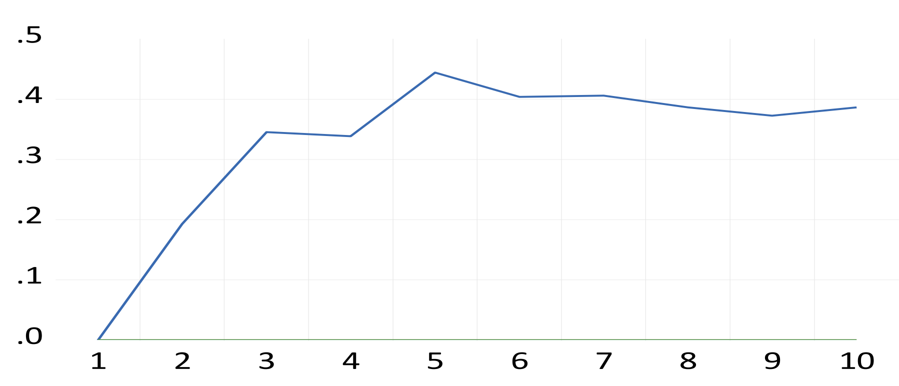
الجدول رقم (3–23): تحليل الصدمات

Period	EVA	ELEV	LEV
1	1.818317	0.000000	0.000000
2	0.243373	-0.223242	0.192820
3	0.042456	-0.382801	0.345390
4	-0.262082	-1.124197	0.338610
5	0.026764	-0.438909	0.444268
6	0.204930	-0.093253	0.403730
7	0.284727	0.323647	0.406051
8	0.130861	0.315929	0.386444
9	0.479101	0.328688	0.372773
10	0.487157	0.286959	0.386542

المصدر: برمجية Eviews13

الشكل رقم (3-7): استجابة القيمة الاقتصادية المضافة لصدمات المتغيرات النموذج





المصدر: برمجية **Eviews13**

نلاحظ من الجدول والشكل مايلي:

- إن حدوث صدمة بانحراف معياري واحد في ELEV يحدث أثر سلبي في EVA، من الفترة الثانية إلى الفترة السادسة، أي تنخفض القيمة الاقتصادية بمقدار 0.22، 0.38، 1.12، 0.43، 0.09 على التوالي، ليتغير اتجاه الصدمة في الاتجاه الموجب، الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار 0.38 في الفترة التاسعة.
- عندما تحدث صدمة في LEV بمقدار انحراف معياري واحد يؤدي إلى تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لتصل إلى أعلى قيمة 0.44 في السنة الخامسة، وبعدها تبدأ في انخفاض والارتفاع في باقي الفترات حسب طبيعة الصدمة، ولكن تراجع طفيف موجب.

المطلب الثاني: تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة

بعد تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية بنموذج متجه تصحيح الخطأ سوف نقوم في هذا العنصر بإدخال متغير حجم المؤسسة لمعرفة مدى تغير العلاقة المقدرة وما علاقة حجم المؤسسة بالقيمة الاقتصادية المضافة وذلك بالقيام بنفس الخطوات السابقة.

أولا: تحديد فترة التباطؤ المثلى

تحدد وفق عدة معايير والموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم(3-24): نتائج اختبار درجة التباطئ الزمني المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: EVA ELEV LEV SIZE Exogenous variables: Date: 07/23/23 Time: 13:47 Sample: 2010 2021 Included observations: 132						
Lag	**LogL**	**LR**	**FPE**	**AIC**	**SC**	**HQ**
1	-466.0413	NA	0.017461	7.303656	7.653087	7.445649
2	-424.9569	77.18890	0.011946	6.923589	7.622450	7.207574
3	-400.4206	44.61139	0.010512	6.794252	7.842543	7.220229
4	-342.8592	101.1685	0.005616	6.164533	7.562256*	6.732504*
5	-334.5202	14.15099	0.006336	6.280609	8.027762	6.990572
6	-306.3152	46.15372*	0.005303*	6.095684*	8.192268	6.947640

المصدر: **برمجية Eviews13**

من جدول سوف نختار الفترة 6 كفترة تأخير مثلى وهذا حسب أن أغلبية الاختبارات قد أشارت إليها.

ثانيا: تقدير العلاقة السببية بين المتغيرات

النتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم(3-25): نتائج اختبارGranger للسببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 07/23/23 Time: 13:52
Sample: 2010 2021
Lags: 6

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(ELEV) does not Granger Cause D(EVA)	**110**	0.03437	0.9998
D(EVA) does not Granger Cause D(ELEV)		0.34824	0.9094
D(LEV) does not Granger Cause D(EVA)	**110**	3.65467	0.0026
D(EVA) does not Granger Cause D(LEV)		1.68881	0.1318
D(SIZE) does not Granger Cause D(EVA)	**110**	0.42921	0.8578
D(EVA) does not Granger Cause D(SIZE)		2.19925	0.0494
D(LEV) does not Granger Cause D(ELEV)	**110**	0.40021	0.8773
D(ELEV) does not Granger Cause D(LEV)		2.20748	0.0486
D(SIZE) does not Granger Cause D(ELEV)	**110**	0.24042	0.9620
D(ELEV) does not Granger Cause D(SIZE)		28.3939	2.E-19
D(SIZE) does not Granger Cause D(LEV)	**110**	0.35803	0.9036
D(LEV) does not Granger Cause D(SIZE)		0.44934	0.8438

من الجدول نلاحظ :

- عدم وجود علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- وجود علاقة سببية بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة أحادية الاتجاه.
- توجد علاقة سببية ذات الاتجاه الواحد بين القيمة الاقتصادية المضافة و حجم المؤسسة .
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.

- توجد علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية وحجم المؤسسة أحادية الاتجاه.
- عدم وجود علاقة سببية بين حجم المؤسسة ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة.

ثالثا: تقدير نموذج VECM

بعد تحديد فترة التباطؤ سوف نقوم بتقدير النموذج لتقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل وجود حجم المؤسسة كمتغير معدل عند فترة التأخير السادسة، والنتائج موضحة في الملحق رقم4 والجداول التالية تظهر ذلك:

الجدول رقم (3-26): معلمات الأجل الطويل

Cointegrating Eq:	CointEq1			
EVA(-1)	1.000000			
ELEV(-1)	5.419386			
	(1.40368)			
	[3.86083]			
LEV(-1)	-0.120803			
	(0.09603)			
	[-1.25793]			
SIZE(-1)	-0.023639			
	(0.05454)			
	[-0.43345]			
C	-0.596907			
Error Correction:	D(EVA)	D(ELEV)	D(LEV)	D(SIZE)
COINTEQ1	-1.630439	-0.032200	0.115896	0.047147
	(0.27286)	(0.01903)	(0.19456)	(0.04222)
	[-5.97529]	[-1.69229]	[0.59568]	[1.11674]

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

حسب الجدول أعلاه نلاحظ مايلي:

- معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند مستوى المعنوية، أي أن القيمة الاحتمالية له أكبر من 0.05، وهذا يدل على أن (1.6304) من اخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها تلقائيا عبر الزمن من أجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، أي حوالي 6 أشهر من أجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، وهذا يدل على أن حجم المؤسسة قد حسن عملية التصحيح التلقائي أي أنها كانت خلال 7 أشهر وأصبحت 6 أشهر.
- وجود علاقة طردية ذو دلالة احصائية بين أثر الرافعة المالية(ELEV) والقيمة الاقتصادية المضافة، وهذا يفسر على أن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية قد حقق مردودية مالية فاقت

المردودية الاقتصادية وهنا يمكن القول أن هذه المؤسسات قد حققت هامش بين المردودية والاستدانة وهو أن اللجوء إلى الاستدانة سوف يعظم من قيمة المردودية المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الكلية للتمويل بسبب اللجوء إلى الديون الأمر الذي أدى إلى تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسات محل الدراسة.

- عدم وجود علاقة بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة (LEV) والقيمة الاقتصادية المضافة، وهذا يدل على أن الرافعة المالية لم تؤثر على تكلفة الأموال الكلية نتيجة ارتفاع تكاليف الأموال الخاصة بسبب زيادة المخاطر المالية التي يتعرض لها الملاك أو أن الاستثمارات التي مولت عن طريق الديون لم تحقق عائد يفوق تكلفة التمويل، كما أن ذلك يمكن أن يبرر على أن تكلفة التمويل بالديون يبقى مصدر تمويلي منخفض التكلفة، فالزيادة فيه قد عوضت الارتفاع في تكلفة الاموال الذاتية في هذه المؤسسات الأمر الذي جعل تكلفة الاموال ثابتة مقابل انخفاض في عوائد استثمار هذه الأموال
- عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة والقيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم (3–27): معلمات الأجل القصير

D(ELEV(-1))	8.638743	0.193781	-1.914929	0.258977
	(2.56122)	(0.17860)	(1.82624)	(0.39628)
	[3.37290]	[1.08500]	[-1.04856]	[0.65352]
D(ELEV(-2))	1.198104	0.179583	-1.210689	-0.880525
	(2.42147)	(0.16885)	(1.72659)	(0.37466)
	[0.49478]	[1.06354]	[-0.70120]	[-2.35021]
D(ELEV(-3))	-1.383307	0.118017	0.928422	0.187670
	(2.64705)	(0.18458)	(1.88744)	(0.40956)
	[-0.52258]	[0.63937]	[0.49190]	[0.45822]
D(ELEV(-4))	0.765271	-0.104564	0.246103	0.005017
	(1.60650)	(0.11203)	(1.14549)	(0.24856)
	[0.47636]	[-0.93340]	[0.21484]	[0.02018]
D(ELEV(-5))	3.021478	-0.054199	0.113465	0.337616
	(1.12757)	(0.07863)	(0.80399)	(0.17446)
	[2.67965]	[-0.68931]	[0.14113]	[1.93520]
D(ELEV(-6))	2.551295	-0.084589	0.578545	0.859888
	(0.71571)	(0.04991)	(0.51033)	(0.11074)
	[3.56468]	[-1.69489]	[1.13367]	[7.76509]
D(LEV(-1))	-0.266703	-0.010946	0.473859	-0.066358
	(0.24062)	(0.01678)	(0.17157)	(0.03723)
	[-1.10840]	[-0.65234]	[2.76189]	[-1.78241]

D(LEV(-2))	0.408798	-0.006401	0.363972	0.072170
	(0.27419)	(0.01912)	(0.19550)	(0.04242)
	[1.49095]	[-0.33477]	[1.86171]	[1.70120]
D(LEV(-3))	-0.094727	0.004439	0.021628	-0.106449
	(0.50350)	(0.03511)	(0.35901)	(0.07790)
	[-0.18814]	[0.12642]	[0.06024]	[-1.36643]
D(LEV(-4))	-0.239254	0.001730	-0.041884	-0.054576
	(0.36156)	(0.02521)	(0.25781)	(0.05594)
	[-0.66172]	[0.06861]	[-0.16246]	[-0.97558]
D(LEV(-5))	-0.008521	9.85^{E}-05	0.000342	0.000172
	(0.00297)	(0.00021)	(0.00211)	(0.00046)
	[-2.87363]	[0.47651]	[0.16154]	[0.37491]
D(LEV(-6))	-0.010199	3.25^{E}-05	-0.000163	0.000121
	(0.00205)	(0.00014)	(0.00146)	(0.00032)
	[-4.97485]	[0.22714]	[-0.11141]	[0.38265]
D(SIZE(-1))	1.133155	-0.007689	0.109388	-0.341317
	(0.63576)	(0.04433)	(0.45332)	(0.09837)
	[1.78235]	[-0.17344]	[0.24130]	[-3.46982]
D(SIZE(-2))	-0.204343	0.011603	-0.094945	-0.332676
	(0.87280)	(0.06086)	(0.62234)	(0.13504)
	[-0.23412]	[0.19064]	[-0.15256]	[-2.46348]
D(SIZE(-3))	0.369922	-0.011994	0.083274	0.244534
	(0.84212)	(0.05872)	(0.60046)	(0.13030)
	[0.43927]	[-0.20424]	[0.13868]	[1.87676]
D(SIZE(-4))	-0.108368	0.006950	0.316933	0.162218
	(0.76358)	(0.05325)	(0.54446)	(0.11814)
	[-0.14192]	[0.13052]	[0.58210]	[1.37305]
D(SIZE(-5))	-0.512951	0.010534	-0.283332	0.060193
	(0.67004)	(0.04672)	(0.47776)	(0.10367)
	[-0.76555]	[0.22545]	[-0.59304]	[0.58062]
D(SIZE(-6))	-0.730838	0.000884	0.067800	-0.013423
	(0.42975)	(0.02997)	(0.30643)	(0.06649)
	[-1.70060]	[0.02950]	[0.22126]	[-0.20187]
C	-0.028223	-0.005759	0.105761	0.053947
	(0.29315)	(0.02044)	(0.20902)	(0.04536)
	[-0.09628]	[-0.28173]	[0.50597]	[1.18940]

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

نلاحظ من الجدول مايلي:

- هناك علاقة قصيرة الأجل طردية معنوية بإبطاء سنة، خمس سنوات، ست سنوات، بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، بينما لا توجد علاقة قصيرة الأجل في باقي فترات الإبطاء.

- وجود علاقة قصيرة الأجل عكسية معنوية بإبطاء خمس سنوات، ست سنوات، بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة، وعدم وجود علاقة قصيرة الأجل في فترات الإبطاء الأخرى.
- عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة والقيمة الاقتصادية المضافة، وأن حجم المؤسسة قد عدل في قيمة المعلمات فقط.

جدول رقم(3–28): التقييم الاحصائي للنموذج

R-squared	0.631861	**Mean dependent var**	-0.042259
Adjusted R-squared	0.522296	**S.D. dependent var**	2.596247
S.E. of regression	1.794425	**Akaike info criterion**	4.210310
Sum squared resid	270.4768	**Schwarz criterion**	4.848605
Log likelihood	-205.5671	**Hannan-Quinn criter.**	4.469206
F-statistic	5.766996	**Durbin-Watson stat**	2.571332
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: **من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews13**

- يتبين من الجدول أعلاه أن معامل التحديد بلغ 0.63، وهذا معناه أن المتغيرات المستقلة تفسر ما مقداره 63% من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع والباقي يعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل ضمن النموذج، وما يلاحظ أيضا أن المتغير المعدل قد غير من قيمة تفسير التغيرات التي تحصل في القيمة الاقتصادية المضافة جراء تغير الرافعة المالية، وهذا يدل على أن حجم المؤسسة قد حسن من جودة النموذج، وهذا يدل على أن المؤسسات الكبيرة تحتاج إلى مصادر تمويلية لتمويل احتياجاتها المالية الأمر الذي أدى بيها إلى الاعتماد على الديون كمصدر تمويلي، مما زاد من تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة احصائيا حيث كانت القيمة الاحتمالية لــF أقل من 0.05 ومساوية للصفر.

كما يمكن تلخيص نتائج الجداول السابقة في المعادلة التالية:

D(EVA) = - 1.6304*(**EVA(-1)** + 5.419***ELEV(-1)** - 0.1208***LEV(-1)** - 0.02363***SIZE(-1)** - 0.5969 + 0.718***D(EVA(-1))** + 0.6333***D(EVA(-2))** + 0.42089***D(EVA(-3))** + 0.3047***D(EVA(-4))** + 0.2582***D(EVA(-5))** + 0.2129***D(EVA(-6))** + 8.63***D(ELEV(-1))** + 1.198***D(ELEV(-2))** -1.3833***D(ELEV(-3))** + 0.7652***D(ELEV(-4))** + 3.0214***D(ELEV(-5))** + 2.5512***D(ELEV(-6))** - 0.2667***D(LEV(-1))** + 0.4087***D(LEV(-2))** – 0.094***D(LEV(-3))** - 0.239***D(LEV(-4))** - 0.0085***D(LEV(-5))** –

0.0101***D(LEV(-6))** + 1.133***D(SIZE(-1))** - 0.2043***D(SIZE(-2))** + 0.3699***D(SIZE(-3))** - 0.1083***D(SIZE(-4))** - 0.512***D(SIZE(-5))** - 0.7308***D(SIZE(-6))** - 0.02822

R-squared 0.631861 F- statistic 5.766996

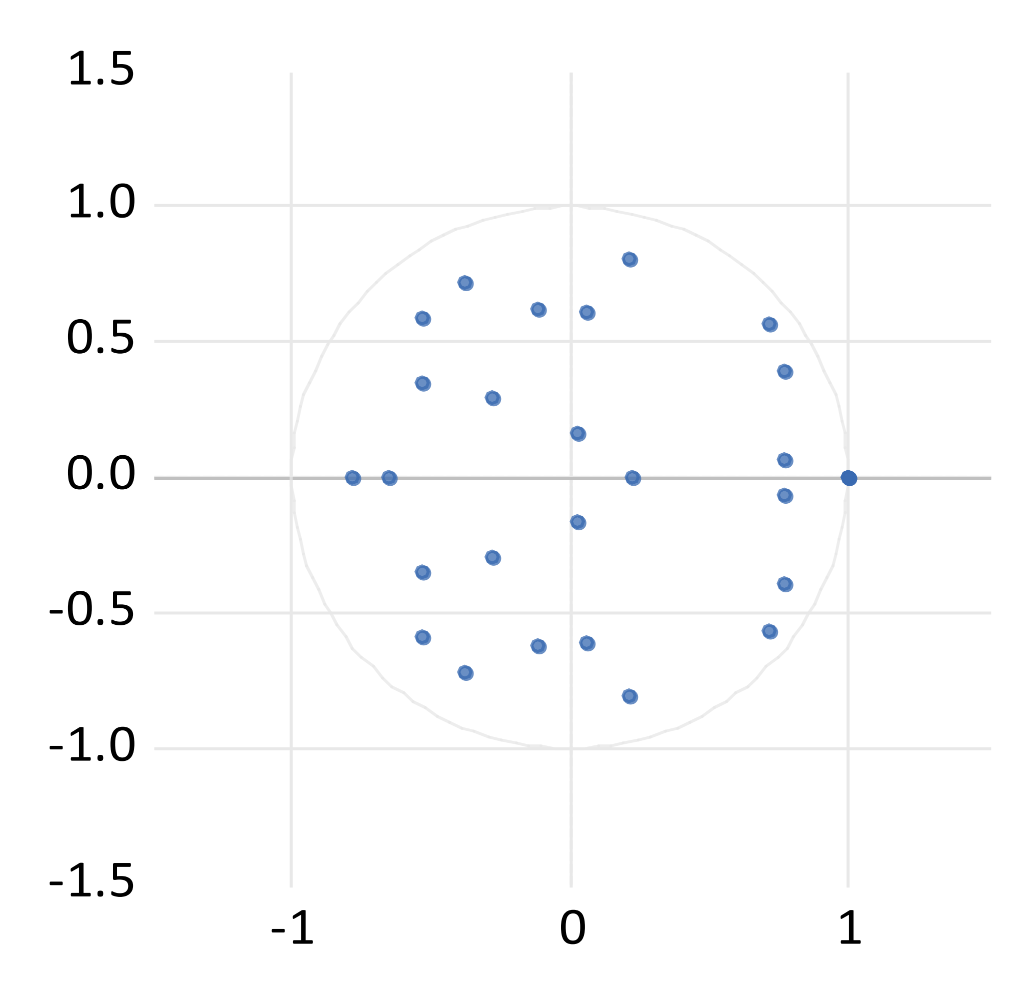
رابعا: اختبارات تفسيرية لجودة النموذج

وهذه الاختبارات متمثلة في:

1. اختبار جذر الوحدة (Roots Test)

الشكل رقم(3-9): اختبار استقرارية النموذج

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: برمجية Eviews13

حسب الشكل نلاحظ أن كل النقاط موجودة داخل الدائرة، أو في محيطها أي أن متغير الحجم لم يؤثر على استقراريه النموذج، والجدول رقم3 من الملحق 4 يثبت صحة هذه النتيجة، وهذا لكون كل المعاملات هي أصغر أو تساوي الواحد.

2. اختبار نتائج الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يتم اختبارها وفق الفرضيات النموذج السابق والنتائج تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (3–29): نتائج الارتباط الذاتي للأخطاء

VEC Residual Serial Correlation LM Tests Date: 07/23/23 Time: 15:02 Sample: 2010 2021 Included observations: 110 Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	**LRE* stat**	**df**	**Prob.**	**Rao F-stat**	**df**	**Prob.**
1	19.19329	16	0.2588	1.212277	(16, 235.9)	0.2591
2	11.34613	16	0.7876	0.705035	(16, 235.9)	0.7878
3	19.25030	16	0.2559	1.216022	(16, 235.9)	0.2563
4	16.22206	16	0.4376	1.018285	(16, 235.9)	0.4380
5	NA	16	NA	NA	(16, NA)	NA
6	NA	16	NA	NA	(16, NA)	NA

المصدر: **برمجية Eviews13**

من الجدول نلاحظ أن القيم كانت أكبر من مستوى المعنوية 5% الأمر الذي يشير إلى قبول الفرض الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

3. اختبار ثبات التباين

والنتائج تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (3–30): نتائج اختبار ثبات التباين

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares) Date: 07/23/23 Time: 15:07 Sample: 2010 2021 Included observations: 110 Joint test:

Chi-sq	df	Prob.			
481.2959	500	0.7183			

المصدر: **برمجية Eviews13**

بما أن قيمة الاحتمالية الموضحة في الجدول أكبر من مستوى المعنوية 0.05 نقبل الفرضية التي نصت على أن تباين سلسلة قيم البواقي ثابت، أي أن النموذج المقدر لا يعاني لا من مشكلة الارتباط الذاتي حسب الجدول رقم (3-29) ولا من مشكلة عدم التجانس.

4. تحليل التباين

والجدول التالي يظهر ذلك:

جدول رقم (3-31): نتائج تحليل التباين

Variance Decomposition of EVA:					
Period	**S.E.**	**EVA**	**ELEV**	**LEV**	**SIZE**
1	1.794425	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.843164	96.47592	0.885709	0.010525	2.627847
3	1.935688	88.24256	4.686778	4.303923	2.766736
4	2.294506	64.96875	26.02942	6.996053	2.005777
5	2.459561	56.65338	34.56600	7.013031	1.767582
6	2.488566	55.56692	33.85097	8.488864	2.093249
7	2.546721	54.62479	33.75190	9.546151	2.077160
8	2.576428	53.45814	33.84491	10.48394	2.213006
9	2.620944	52.99011	33.31986	11.53368	2.156338
10	2.686330	53.23860	32.22655	12.45752	2.077328

المصدر: **برمجية Eviews13**

نلاحظ أن معظم التقلبات الظرفية التي تشهدها EVA ناتجة بالدرجة الأولى عن الصدمات الذاتية للمتغير نفسه خلال المدى القصير، فهذه الصدمات تسمح بتفسير كل التغيرات التي حدثت في المتغير التابع خلال السنة الأولى من الصدمة، إلا أن هذه النسبة تشهد تراجعا كبيرا في المدى الطويل حتى تصل إلى 53% عند السنة العاشرة، وهذا يدل على أن الحجم قد أثر على الصدمات القيمة الاقتصادية المضافة، حيث يفسر التغيرات فيها في المدى الطويل، كما تزداد وتتناقص أهميته من فترة إلى أخرى حتى بلغت في السنة العاشرة 2%، بالموازاة مع ذلك تزداد الأهمية النسبية

لمتغير أثر الرافعة المالية تدريجيا في تفسير التغيرات في EVA في المدى الطويل حتى تبلغ 32% في السنة العاشرة، وهذا يدل على أن حجم المؤسسة يزيد من أثر الرافعة المالية وأثرها على القيمة الاقتصادية المضافة، وتزداد أهمية الصدمات الهيكلية لمجموع الديون إلى الأموال الخاصة في تفسير التغيرات في EVA في المدى المتوسط حيث تصل إلى 12 %في السنة العاشرة، وما يلاحظ عليها أنها تزداد من سنة إلى أخرى.

5. تحليل الصدمات

موضحة في الجدول والشكل التاليين:

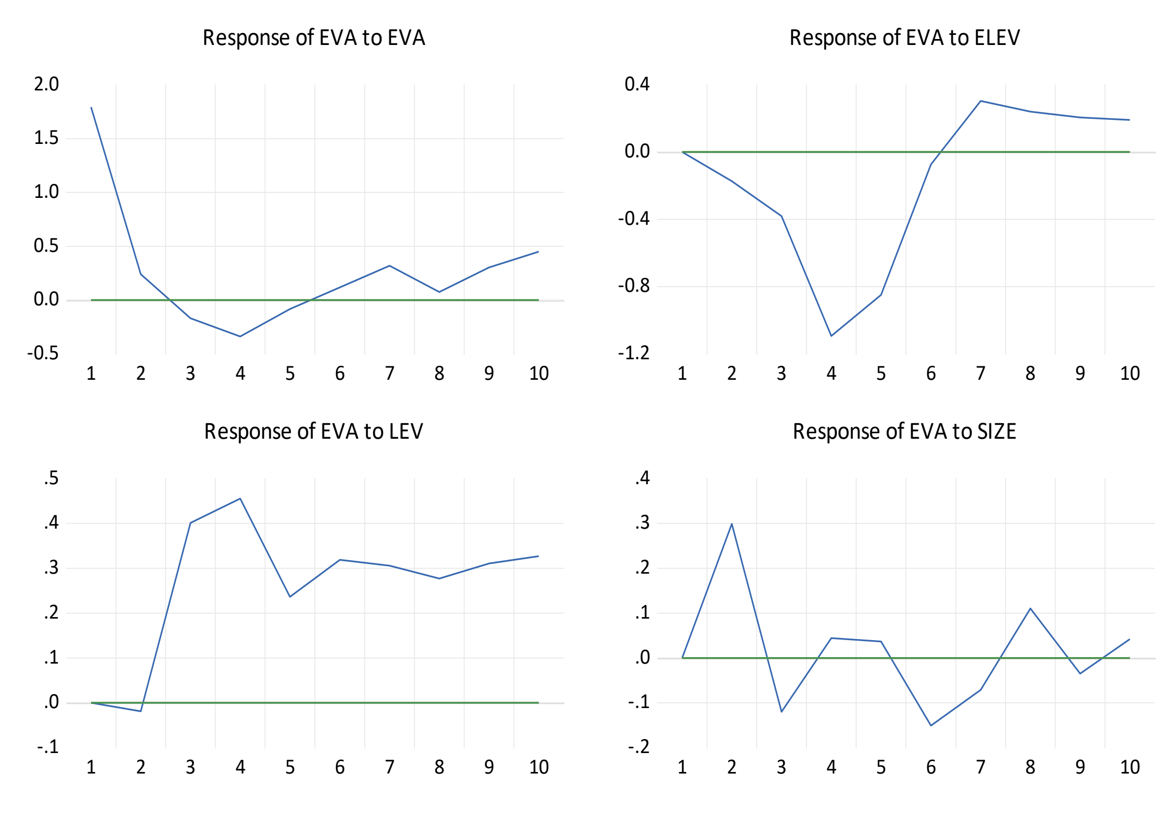
جدول رقم(3-32):استجابة EVA للتقلبات في متغيرات النموذج

Response of EVA:				
Period	EVA	ELEV	LEV	SIZE
1	1.794425	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.239937	-0.173464	-0.018909	0.298789
3	-0.169763	-0.381469	0.401131	-0.119966
4	-0.337781	-1.093059	0.455041	0.043963
5	-0.082252	-0.848919	0.236482	0.036463
6	0.118429	-0.072992	0.318532	-0.150683
7	0.318762	0.304465	0.305665	-0.071317
8	0.075456	0.239879	0.277090	0.110357
9	0.302548	0.205521	0.310430	-0.035036
10	0.449243	0.191649	0.326637	0.042205

المصدر: **برمجية Eviews13**

الشكل رقم (3-9): استجابة القيمة الاقتصادية المضافة لصدمات المتغيرات النموذج





المصدر: **برمجية Eviews13**

من الشكل والجدول نلاحظ مايلي:

- عند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في ELEV سيكون لها أثر سلبي على EVA، أي تغير بـــوحدة واحدة في أثر الرافعة المالية يؤدي إلى استجابة القيمة الاقتصادية المضافة بانخفاض مقداره 0.17 في الفترة الأولى الموضحة في الجدول رقم 3-29 ويستمر الأثر السلبي إلى غاية السنة السادسة، لتتغير الصدمة إلى الاتجاه الموجب حتى تبلغ أقصى قيمة لها في السنة العاشرة، وعموما أي تغير في ELEV بمقدار انحراف معياري واحد يشكل صدمات تختلف من فترة إلى أخرى.
- عند إحداث صدمة في متغير LEV بمقدار انحراف معياري لا يحدث أي تغير لـــ EVA في الفترة الأولى، وتحدث صدمة سلبية في الفترة الثانية، أي انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة

بمقدار 0.01 لتستمر بعد ذلك في الارتفاع والانخفاض بشكل ايجابي، وما يمكن قوله هو أن تغير الصدمات عبر السنوات يؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة حسب نوع الصدمة.

- إن تغير حجم المؤسسة لصدمة مقدارها انحراف معياري واحد لم تحدث أي صدمة لـــــEVA في السنة الأولى، لكن أدت إلى زيادة في القيمة الاقتصادية المضافة بمقدار 0.29 في السنة الثانية، لتنخفض بعدها بشكل سلبي في السنة الثالثة بمقدار 0.11، ويستمر أيضا الاختلاف في التأثيرات حسب طبيعة الصدمة، بالإضافة إلى أن حجم المؤسسة قد أثر على صدمات الرافعة المالية بانخفاض في الفترات الأولى من الصدمات والارتفاع في باقي السنوات.

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج

بعد إجراء الدراسة القياسية ومعرفة أنسب نموذج للدراسة الذي بواسطته يمكن تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها من خلاله وذلك بالاعتماد على الأدبيات النظرية والدراسات السابقة في هذا الصدد، ومن بين ما تم التوصل إليه هو:

- تم إجراء التحليل الساكن بهدف تقدير العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة من جهة ومدى تأثر هذه العلاقة بحجم المؤسسة من جهة أخرى، إذ أسفرت النتائج عن عدم جدوى التحليل الساكن في تقدير العلاقة وهذا بسبب عدم معنوية النموذج ككل حيث كانت القيمة المطلقة لاحصائية فيشر المحسوبة F أقل من الجدولية، وحتى لو أضفنا متغير المعدل حجم المؤسسة بقيت النتائج لم تتغير، وهذا يدل على عدم ملائمة التحليل الساكن في تقدير العلاقة الموجودة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية من جهة ومدى تأثرها بحجم المؤسسة.
- أسفرت النتائج على عدم استقراريه متغيرات الدراسة عند المستوى، واستقرارها عند الفرق الأول وهو ما دفعنا إلى إجراء اختبار التكامل المشترك لمعرفة ما إذا كان هناك احتمالية تكامل المتغيرات فيما بينها، وأشارت النتائج بالاعتماد على اختبار Kao على وجود التكامل المشترك، وهو ما دفعنا إلى استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة.

- تم إجراء اختبار عدد فترات الإبطاء الزمني للنموذج VECM من خلال الاعتماد على عدة معايير من بينها (معيارAIC، معيار SIC، معيار HQ، معيار EPE، معيار LR) وتم اختار الفترة السادسة كفترة تأخير مثلى وهذا بسبب مبدأ أغلبية الاختبارات والتي تم الاستعانة بها في كافة الاختبارات.
- عدم وجود علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- وجود علاقة سببية بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة أحادية الاتجاه.
- توجد علاقة سببية ذات الاتجاه الواحد بين القيمة الاقتصادية المضافة و حجم المؤسسة .
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة.
- توجد علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية وحجم المؤسسة أحادية الاتجاه.
- عدم وجود علاقة سببية بين حجم المؤسسة ومجموع الديون إلى الأموال الخاصة.
- كان معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي في تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة سواء عند أخذ بعين الاعتبار حجم المؤسسة أو بدونه، حيث أن سرعة التعديل في الأجل القصير 14% والتي تؤدي إلى تحقيق التوازن في الأجل الطويل، وهذا يدل على أن المتغير التابع يحتاج لــ 7 أشهر ويومين لاستيعاب التغيرات التي تطرأ على المتغيرات المستقلة، ومن جهة أخرى بعد أخذ بعين الاعتبار حجم المؤسسة أصبحت سرعة بلوغ القيم التوازنية في الأجل الطويل تقريبا 6 أشهر.
- أسفرت النتائج على وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية (ELEV) والقيمة الاقتصادية المضافة(EVA) مما يعني أن أي زيادة في ELEV بوحدة واحدة سوف يترتب عليه تعظيم EVA في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة بــ 6 وحدات، دون إدخال المتغير المعدل حجم المؤسسة (SIZE)، أي عندما تحقق المؤسسات مردودية المالية أكبر من المردودية الاقتصادية سوف تعظم قيمتها، وعند أخذه بعين الاعتبار تتغير قيمة التفسير لتصبح 5 وحدات بدل 6 وحدات، وهذا يتوافق مع دراسة (صبيحة قاسم هاشم، مهدي عبد الكريم حسين) من حيث أن الديون تؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة

ولا يتوافق معها من حيث أن حجم المؤسسة يزيد من هذا الأثر، ولم تتوافق مع دراسة (موصو سراح، محرز نور الدين)، (**Januar Eky Pambudi**) في أن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي على EVA، وتوافق مع نتيجة دراسة (Alfred, M. ،Aloy Niresh) في أن الرافعة المالية تؤثر في EVA، أي أن المؤسسات تعتمد في تمويل نشاطها على الاموال المقترضة كلما كبر حجمها أكثر من المؤسسات المتوسطة وهذا ما أثر على القيمة المتوصل إليها، وعلى العموم يمكن تفسير هذه النتيجة على أن المؤسسات محل الدراسة عند قيامها بالاستدانة واستثمار هذه الأموال في نشاطها سوف يحقق نتيجة أعلى من تكاليف الاقتراض محققين في ذلك فائض يمثل الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية وهذا يتمثل في ما يعرف بأثر الرافعة المالية، وهذه النتيجة تتوافق مع مدخل صافي الربح الذي تم التطرق إليه في الأدبيات النظرية سابقا، وهذا المدخل يفترض أن الاعتماد على الرفع المالي في التمويل أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال المستخدمة في التمويل وذلك في الحدود المثلى، وهذه الأخيرة تمثل جزء مهم في حساب القيمة الاقتصادية المضافة مما يسمح بتعظيمها.

- أظهرت نتائج تقدير النموذج مدى استجابة القيمة الاقتصادية المضافة إلى متغيرات الرافعة المالية في المدى القصير المشتق من نموذج تصحيح حد الخطأ، التي دلت على وجود علاقة طردية موجبة بين الرافعة المالية المعبر عنها ELEV خلال الفترات المتأخرة (t-1, t-5, t-6) والقيمة الاقتصادية المضافة، أي أن المؤسسات محل الدراسة قد عظمت من قيمتها الاقتصادية المضافة، في الفترات السابقة وأنها تؤثر على تغيرات EVA في الفترة الحالية t، وعدم وجود علاقة في فترة التأخير (t-2, t-3, t-4) سواء بوجود الحجم أو عدم وجوده.
- عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية المقاسة بـــــ LEV و القيمة الاقتصادية المضافة في فترة التأخير(t-1 إلى t-4)، وتتوافق مع دراسة (D.Vijayalakshmi, Padmaja Manoharan) التي كان مفادها أن الرافعة المالية لا تؤثر في القيمة الاقتصادية المضافة، بينما كانت توجد علاقة بينهما في فترة التأخير (t-5, t-6) في الأجل القصير ولم تتأثر العلاقة بإدخال متغير حجم المؤسسة، وهذا يتوافق مع مدخل صافي ربح العمليات الذي كان مفاده هو أن الاعتماد المتزايد على الديون الذي يعد أقل تكلفة الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع درجة المخاطر التي يتعرض لها

الملاك وهو ما ضيع مزايا هذه الديون نتيجة ارتفاع مطالب الملاك بعائد مرتفع بالإضافة إلى ثبات عوائد هذه الاموال المستثمرة الأمر الذي هدم من القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسات.

- من الناحية الاحصائية يتضح أن قيمة معامل التحديد في النموذج المقدر قد بلغت 59، وهذا يدل على أن 59% من التغيرات التي تطرأ على القيمة الاقتصادية المضافة تعود إلى متغيرات الرافعة المالية ككل، والباقي يعزى إلى متغيرات أخرى لم تأخذ في الحسبان عند تقدير النموذج، وعند مقارنة معامل التحديد هذا مع قيمة معامل التحديد المحصل عليها عند إضافة عامل الحجم كمتغير ثالث في العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة الذي أصبح 63% وهذ يفسر على أن حجم المؤسسة قد زاد من القدرة التفسيرية للرافعة المالية للتغيرات في EVA، وهذا يدل على أن الاستثمار في الأصول يمول عن طريق الديون الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي مما يخفض من تكلفة الأموال المستثمرة وهذا ما يعظم من القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.
- نموذج VECM يحقق شرط الاستقرارية حيث كانت كل المعاملات أقل أو تساوي الواحد الصحيح سواء بوجود حجم المؤسسة أو بعدم وجوده، وكذلك لا يعاني من مشكلة عدم التجانس والارتباط الذاتي بين الأخطاء وهذا يدل على صحة النموذج المقدر من الناحية القياسية.
- من تحليل مكونات التباين الأخطاء يتضح لنا أن التقلبات التي تحدث في القيمة الاقتصادية المضافة تعود إلى المتغير نفسه من الفترة الأولى إلى العاشرة سواء بوجود الحجم أو عدم وجوده، بالإضافة إلى وجود ارتباط في الأجل الطويل للقيمة الاقتصادية المضافة بزيادة أثر الرافعة المالية حيث يفقد تباين حجم أثر الرافعة المالية بعد 10 سنوات ثلث مكوناته لصالح القيمة الاقتصادية المضافة في حالة وجود حجم المؤسسة و ربع مكوناته في حالة عدم وجوده، وهذا دلالة على وجود علاقة بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة في الأجل الطويل، على عكس مجموع الديون إلى الأموال الخاصة الذي لم يتجاوز حجم الارتباط 12% مع وجود أثر الحجم و 16% بعدم وجوده، كما أن الرافعة المالية بمتغيراتها المختارة لم تساهم تبايناتها بعد عشرة سنوات سوى في تشكيل 44% من تباينات

القيمة الاقتصادية المضافة وقد يعود ذلك إلى أن المؤسسات محل الدراسة لم تستثمر الديون المتحصل عليها أو أنها لم تحترم قاعدة التوازن تمويل الطويل بالطويل والقصير بالقصير وأنها لم تختر المزيج التمويلي الأمثل لها في الهيكل المالي، أو أن مسيري هذه المؤسسات لا يهتمون بتعظيم القيمة الاقتصادية لهذه المؤسسات سواء كانت كبيرة الحجم أو متوسطة الحجم.

- هناك اختلاف في صدمات المتغيرات المستقلة اتجاه المتغير التابع تختلف حسب طبيعة الصدمة من فترة إلى أخرى، وأن المتغير المعدل قد أثر على هذه الصدمات وكان هذا الأثر يتغير عبر الفترات.

خلاصة الفصل الثالث

بغية تحقيق هدف الدراسة المتمثل في اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية من جهة ومدى تأثر هذه العلاقة بحجم المؤسسة كمتغير ثالث من جهة أخرى، قمنا من خلال هذا الفصل باستعراض الأساليب الاحصائية والقياسية من أجل تحديد النموذج الأمثل الذي يعبر عن هذه العلاقة انطلاقا من تحليل مصفوفة الارتباط ومرورا باختبار التجانس لــ**Hsiao** لتحقق من تجانس المعلمات والثوابت ليتسنى لنا تقدير البانل الساكن بنماذجه الثلاثة الذي ثبتت عدم ملائمته في تقدير العلاقة المراد الكشف عنها بسبب عدم معنويته، مما دفعنا إلى اختبار جذر الوحدة لبيانات البانل لكون الدراسة عبارة عن عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الذي أوضح عدم استقرار هذه البيانات في المستوى وأنها متكاملة من الدرجة الأولى، وبالتالي احتمال وجود تكامل مشترك أين تم الكشف عنه باختبار التكامل لKao والذي أشار إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المختارة، وهذا ما دل على أن نموذج الأفضل لتقدير العلاقة بين المتغيرات هو نموذج VECM الذي كشف على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، وبعد أخذ بعين الاعتبار فترات التباطؤ قمنا بتقدير هذا النموذج والذي أثبت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة بوجود حجم المؤسسة كمتغير معدل أو بعدم وجوده، وأن تأثير الحجم كان في تعزيز القدرة التفسيرية للنموذج، بالإضافة إلى أن النموذج معنوي ومقبول إحصائيا وخالي من المشاكل القياسية كالارتباط الذاتي وعدم تجانس الأخطاء.

خاتمة

إن هدف الحديث للإدارة المالية هو خلق القيمة الذي احتل مكانة مرموقة في عملية التسيير وذلك لكونه يحقق المصلحة العامة، كما لقي اهتمام كبير من طرف الباحثين بغية تحديد مفاهيمه وأهم المؤشرات التي يمكن من خلالها تحديد قدرة المؤسسة على خلق القيمة، ومن بين هذه المؤشرات نجد مدخل القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعد مقياس لكفاءة الإدارة وقدرتها على تعظيم الثروة، ومن أجل تحقيق ذلك الهدف لا بد من ايجاد نمط تنظيمي يضمن التناسق بين كل الاطراف والوظائف داخل المؤسسة واستخدام الأمثل للموارد المالية خاصة المصادر المقترضة ولكن في الحدود المثلى لها، تتماشى مع حجمها، ومن هذا المنطلق حاولت هذه الدراسة تحليل وقياس العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل وجود متغير معدل متمثل في حجم المؤسسة، وبعدما تم استعراض مختلف المفاهيم النظرية للمتغيرات المدروسة في الجانب النظري، خصص الجانب التطبيقي لبناء وتقدير نموذج قياسي يفسر العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة من جهة والعلاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة من جهة أخرى لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وذلك باستخدام بيانات البانل ونماذجها الساكنة والديناميكية منها نموذج متجه تصحيح الخطأVECM مع الاستعانة ببرمجية **Eviews** الإصدار 13، وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج تخص الجانب النظري والتطبيقي بالإضافة إلى توصيات نذكرها كالتالي:

أولا: اختبار الفرضيات:

انطلاقا مما تم تناوله في هذه الدراسة سواء بجانبها النظري أو التطبيقي يمكن الاجابة على الفرضيات التي تم طرحها كمايلي:

1. **الفرضية الأولى:** " تسمح الرافعة المالية بتحديد الهيكل المالي الأنسب للمؤسسة" من خلال ما تم الطرق إليه في الفصل الأول من هذه الدراسة تبين أن الرافعة المالية المثلى تكفل تحديد الهيكل المالي الأمثل، فعندها ينخفض المعدل الموزون لتكلفة التمويل إلى أدنى حد، إذا كان الهيكل المالي يضم نسبة تمويل مقترض تقل عن النسبة المثلى فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة التمويل بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الممتلك، وأن زيادة الاعتماد على الرافعة المالية في الحدود المثلى يؤدي إلى تخفيض في تكلفة التمويل، وعكس ذلك عندما تكون نسبة الاقتراض مرتفعة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الديون الامر الذي سيؤثر على التكلفة الكلية للتمويل.

- **الفرضية الثانية:** "يتميز مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بأنه مقياس واقعي يعكس الأداء الحقيقي للمؤسسات"، من خلال السرد النظري تبين أن هذا المؤشر يستخدم لتحديد وقياس قدرة المؤسسة على خلق قيمة صافية وهذا من خلال التوظيف الأمثل للموارد المالية المتاحة للمؤسسة في استثمارات مربحة، فهو يمكن من الربط بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، مع الأخذ بعين الاعتبار أن لرأس المال المستثمر تكلفة والمتمثلة في التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل، وهذا ما يجعل الإدارة تدرك الفرق بين الخيارات التي تؤدي إلى خلق الثروة وتلك التي تؤدي إلى تبديدها، وهذا ما جعلها مقياس واقعي وفعال لتقييم أداء المؤسسة وهو ما يأكد صحة الفرضية.
- **الفرضية الثالثة:** "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات محل الدراسة"، وهذه الفرضية ثبتت صحتها من خلال معامل تصحيح الخطأ الذي كان سالب ومعنوي سواء بوجود حجم المؤسسة أو بعدم وجوده والذي دل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة خلال الفترة 2010-2021.
- **الفرضية الرابعة:** "يساهم حجم المؤسسة في زيادة القدرة التفسيرية للرافعة المالية لتغيرات التي تحصل في القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة"، وقد ثبتت صحة هذه الفرضية من خلال معامل التحديد الذي بلغ 0.59 قبل اضافة متغير حجم المؤسسة، وهذا يدل على أن 59% من التغيرات التي تطرأ على القيمة الاقتصادية المضافة تعود إلى متغيرات الرافعة المالية ككل، وبعد اضافة متغير حجم المؤسسة أصبح معامل التحديد 0.63 وهذ يفسر على أن حجم المؤسسة قد زاد من القدرة التفسيرية للرافعة المالية للتغيرات في القيمة الاقتصادية المضافة.

ثانيا: النتائج النظرية

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- المؤسسة هي العصب الرئيسي في النشاط الاقتصادي كونها تقوم بالعملية الانتاجية عن طريق التنسيق بين عوامل الانتاج بغية انتاج منتج معين موجه إلى السوق.

خاتمة

- المؤسسة هي مصطلح يجمع بين عدة عوامل مادية وأخرى معنوية لها استقلالية قانونية في صنع القرارات داخل الحيز الذي تنشط فيه.
- موضوع حجم المؤسسة مزال موضع جدل كبير بين الباحثين على الرغم من دوره الفعال في تحقيق أو بلوغ أهداف والاستراتيجيات الموضوعة من طرف المسيرين في المؤسسة.
- هناك عدة تقسيمات للمؤسسة يمكن التمييز بينها انطلاقا من عدة معايير منها المعيار القانوني والاقتصادي بالإضافة إلى معيار الحجم.
- يمكن قياس حجم المؤسسات انطلاقا من عدة عناصر منها عدد العمال، رقم الأعمال، حجم الأصول وحجم رأس المال.
- الهيكل المالي هو توليفة المصادر المالية المستخدمة في تمويل نشاط المؤسسات والمتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية المالية.
- المؤسسات التي تعتمد في هيكلها المالي على الديون في تمويل نشاطها تستفيد من ميزة الوفر الضريبي.
- الافراط في الاعتماد على الرفع المالي في التمويل له أثار سلبية على المؤسسات، على رغم من أنه يخفض من تكلفة الأموال.
- خلق القيمة هو الهدف الاستراتيجي الأول للمؤسسة التي تسعى الإدارة المالية الحديثة إلى تحقيقها من خلال الأنشطة والأعمال التي تقوم بها.
- لمفهوم القيمة أهمية بالغة في الفكر الاقتصادي فقد لقي جدلا واسعا بشأن تحديد ماهيته وأبعاده وفي هذا الصدد يمكن إيعاز تطور مفهوم خلق القيمة إلى المفكرين الاقتصاديين في الزمن العابر وكل مفكر ينظر إلى هذا المصطلح من زاوية تخصصه
- توجد عديد من المقاييس لقياس القيمة أو الاستدلال على وجود خلق قيمة أو هدم القيمة منها القيمة الاقتصادية المضافة.
- القيمة الاقتصادية المضافة مصطلح قديم جديد طورته شركة **Stern Stewart**، ومعنى المفهوم القديم هو ظهورها لأول مرة في القرن الثامن عشر لأنه تم الاشارة إليها على أنها الربح الاقتصادي، والمفهوم الجديد هو أنها خضعت لكثير من التعديلات والتطورات من قبل مطوريها.

- القيمة الاقتصادية المضافة هي الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.
- **EVA** تاخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، أي أنه يتم تخصيص كافة التكاليف التى تتحملتها المؤسسة من الإيرادات المحققة وبالتالى فإن الربح المتبقي يمثل الربح الحقيقي لأصحاب المؤسسة.
- وفق مدخل صافي الربح تتأثر القيمة وتكلفة التمويل بالزيادة في نسبة الرفع المالي الذي يؤثر على تكلفة الأموال الكلية بصفة مباشرة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة، وبما أن تكلفة التمويل تعد من مكونات القيمة الاقتصادية المضافة وأن انخفاض التكلفة سوف يؤدي مباشرة إلى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة.
- حسب مدخل صافي ربح العمليات لا تتأثر القيمة الاقتصادية المضافة بالرافعة المالية.
- حسب المدخل التقليدي فإن وجود نسبة من الرافعة المالية مثلى تنخفض عندها التكلفة الكلية لرأس المال إلى حدها الأدنى، وهذا الأمر يؤدي إلى تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة بسبب انخفاض في التكلفة الوسطية المرجحة.
- يشير "Modigliani" إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على الدخل التشغيلي للمؤسسة.

ثالثا: النتائج التطبيقية

اتضح من خلال الدراسة التطبيقية بعض النتائج الهامة نوردها فيما يلي:

- وجود علاقة ارتباطية ضعيفة بين متغيرات الدراسة وهو مايثبت عدم وجود الازدواج الخطي بينها.
- ثبت عدم ملائمة نماذج التحليل الساكن في تقدير علاقة الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة في ظل حجم المؤسسة، أي لانستطيع تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية باستخدام التحليل الساكن.
- بيانات البانل محل الدراسة كلها غير مستقرة في المستوى إلا أنها استقرت بعد إجراء الفرق الأول، الأمر الذي دل على أنها متكاملة من الدرجة الأولى مما سمح لنا بإجراء اختبار الكشف

عن التكامل المشترك من خلال اختبار Kao الذي دل على إحتمال وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

- النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة هو نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM.
- تم إختيار الفترة السادسة كفترة تأخير مثلى وهذا بسبب مبدأ أغلبية الاختبارات واستخدمت في كافة الاختبارات.
- عدم وجود علاقة سببية بين أثر الرافعة المالية والقيمة الاقتصادية المضافة، بينما توجود علاقة سببية بين مجموع الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة الاقتصادية المضافة أحادية الاتجاه، وتوجد علاقة سببية ذات الاتجاه الواحد بين القيمة الاقتصادية المضافة وحجم المؤسسة.
- كان معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي في تقدير علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة سواء عند أخذ بعين الاعتبار حجم المؤسسة أو بدونه، حيث أن سرعة التعديل في الأجل القصير 14% والتي تؤدي إلى تحقيق التوازن في الأجل الطويل، وهذا يدل على أن المتغير التابع يحتاج لـــــ7 أشهر لاستعاب التغيرات التي تطرأ على المتغيرات المستقلة، ومن جهة أخرى بعد أخذ بعين الاعتبار حجم المؤسسة أصبحت سرعة بلوغ القيم التوازنية في الأجل الطويل تقريبا 6 أشهر.
- أسفرت النتائج على وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية المقاسة بأثر الرافعة المالية (ELEV) والقيمة الاقتصادية المضافة(EVA) .
- عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية المقاسة بمجموع الديون إلى الأموال الخاصة (LEV) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA).
- يساهم حجم المؤسسة في زيادة القدرة التفسيرية للرافعة المالية لتغيرات التي تحصل في القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة.
- نموذج VECM يحقق شرط الاستقرارية حيث كانت كل المعاملات أقل أو تساوي الواحد الصحيح سواء بوجود حجم المؤسسة أو عدم وجوده، وكذلك لا يعاني من مشكلة عدم التجانس والارتباط الذاتي بين الأخطاء وهذا يدل على صحة النموذج المقدر من الناحية القياسية.
- أظهر تحليل التباين الأخطاء أن التقلبات التي تحدث في القيمة الاقتصادية المضافة تعود إلى المتغير نفسه سواء بوجود الحجم أو عدم وجوده، ويفقد تباين حجم أثر الرافعة المالية بعد 10

سنوات ثلث مكوناته لصالح القيمة الاقتصادية الاقتصادية المضافة في حالة وجود حجم المؤسسة و ربع مكوناته في حالة عدم وجوده في الأجل الطويل، وأن مجموع الديون إلى الأموال الخاصة لم يتجاوز حجم الارتباط 12% مع وجود أثر الحجم و 16% بعدم وجوده.

- هناك اختلاف في استجابة القيمة الاقتصادية المضافة للصدمات التي تطرأ على المتغيرات المستقلة تختلف حسب طبيعة الصدمة من فترة إلى أخرى، وأن المتغير المعدل قد أثر على هذه الصدمات وكان هذا الأثر يتغير عبر الفترات.

رابعا: اقتراحات وأفاق الدراسة

- العمل على الموائمة بين مصادر التمويل التي تعتمد على التمويل الممتلك والمصادر التي تعتمد على التمويل المقترض بهدف تحقيق قيمة اقتصادية مضافة من خلال توظيفها في مشاريع استثمارية ناجعة تحقق عوائد مرتفعة مثل التوجه نحو السوق المالي.
- يجب على مسيري المؤسسات أخذ الحيطة والحذر عند اللجوء إلى التمويل بالديون لكي لا يصطدمون بشبح عدم القدرة على السداد، وهذا من خلال إجراء دراسة الجدوى المالية لعملية التمويل بالدين.
- لابد على مسيري المؤسسات الجزائرية إعادة النظر في تقييم مدى نجاعة مؤسساتهم وذلك بالاعتماد على مقاييس حديثة منها القيمة الاقتصادية المضافة للوقوف على مدى جودة استخدام المؤسسات لأصولها التجارية.
- لابد على هذه المؤسسات الخروج من سجن التركيز على تحقيق الربح الذي يعد من الأهداف التقليدية للإدارة المالية والاعتماد على الأهداف الحديثة للإدارة المالية وهو تعظيم وإنشاء القيمة.
- انشاء أقسام خاصة تهتم بالقرارات المالية داخل المؤسسات.
- الافصاح عن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية للمؤسسات وتوضيح التغيرات الحاصلة فيها لتبيان الأرباح الفعلية التي تحققها هذه المؤسسات.
- على مسيري المؤسسات الاطلاع على الأبحاث التي تخصص مؤسساتهم من أجل معرفة نقاط القوة ومواطن الضعف للمؤسسة بهدف الاستفادة منها خاصة في الجانب المالي.

- إجراء هذه الدراسة على مستوى المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع، بهدف معرفة إذا ما كان القطاع يؤثر على قيمة المؤسسات التي تنتمي إليه.
- إجراء دراسات تأخذ في الحسبان قرار الاستثمار ومدى تأثيره على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات.
- القيام بدراسات تبين علاقة العنصر البشري في تحقيق قيمة اقتصادية مضافة للمؤسسات التي يعملون بها.
- اجراء دراسة تقييم للوضعية المالية من منظور القيمة الاقتصادية للمؤسسات مدرجة في البورصة وقبل إدراجها فيها (دراسة مقارنة)، لمعرفة هل السوق المالي يحسن من الإداء المالي للمؤسسات.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1. أبديوي، م. ا. (2011). **مقدمة في ادارة الانتاج والعمليات**. دار المناهج.
2. أحمد توفيق، ج. (1987). **أساسيات الإدارة المالية**. دار النهضة العربية.
3. بن ساسي، إ، وقريشي، ي. (2006). **التسيير المالي دروس وتطبيقات**. دار وائل.
4. بوراس، أ. (2008). **تمويل المنشآت الاقتصادية**. دار العلوم.
5. بوعمرة، ح.، حسيني، و.، وبوعلاق، ن. (2020). **الحكومة الالكترونية وأثرها على التنمية المستدامة في الدول العربية خلال الفترة.(2003-2017)** . *Revue des Sciences Humaines & Sociales amp*، *6*(2)، 239–258.
6. البيلاوي، ح. (1995). **دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الاقتصادي**. دار الشروق.
7. التميمي، ع. ف. ر. (2019). **محفظة تعادل المخاطرة**. دار أمجد.
8. جايد، س. ا. (2010). **المالية الدولية نظرية وتطبيق**. دار الزهران.
9. جليل كاظم، م. ا. (2014). **الإدارة المالية المتقدمة**. دار الصفاء.
10. جليل كاظم، م. ا. (2014). **الإدارة المالية المتقدمة**. دار الصفاء.
11. جوجارات، د. (2019) .الاقتصاد القياسي بالأمثلة (م. ز. مها، ترجمة). دار حميثرا.
12. جون كينيث، ج. (2000). **تاريخ الفكر الاقتصادي الماضي صورة الحاضر** (ب. أحمد فؤاد و ص. ع. ا. اسماعيل، ترجمة). مكتبة الاسكندرية.
13. حروش، ر. (2013). **اقتصاد وتسيير المؤسسة**. دار الأمة.
14. حريم، ح. (2009). **إدارة المنظمات منظور كلي**. دار الحامد.
15. الحسناوي، س. ص. ر. (2017). **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
16. الحكيم، س. ح. (2017). **تحليل القوائم المالية: مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والائتمانية : تحليل الاستثمار – تحليل الائتمان**. دار ومؤسسة الرسلان.
17. الحناوي، م. ص.، والعبد، ج. إ. (2006). **الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات**. الدار الجامعية.

18. خان، ي.، وغرايبية، ه. ص. (2007). **الإدارة المالية**. مركز الكتب الأردني.

19. دادي عدون، ن. (2008). **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**. دار المحمدية.

20. داغر، م. م.، وصدام، ع. ك. (2018). **العلاقة السببية بين تقلبات مؤشرات أسواق المال وتقلبات اسعار النفط الخام: دراسة تجريبية لسوق العراق للأوراق المالية**. *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، *24*(107)، 358–381.

21. درج الدليمي، ع. أ.، وفرحان الدليمي، س. ع. ا. ح. (2019). **اثر الانفاق العام والانفاق العائلي على تدفق الاستثمار الاجنبي المباشر في العراق للمدة (2003–2014) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)** . *مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية*، *11*(26)، 187–214.

22. دريد، د. (2000). **أساسيات الإدارة المالية الحديثة**. دار رضا.

23. دريد، ك. أ. ش. (2016). **إدارة مالية الشركات المتقدمة**. دار اليازوري.

24. دوفالد، ك.، جيري، ج.، ووارفيلد، ش. (2022). **المحاسبة المتوسطة نسخة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية** (أ. ع. الصباغ، م. السيد، م. س. أحمد حسين، و م. محمد فوزي، ترجمة). دار حميثرا.

25. الراوي، خ.، بركات، ع. ا.، والرمحي، ن. (2002). **نظرية التمويل الدولي**. دار المناهج.

26. رحماني، ا. (2018). **اثر الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990–2015**. *أبعاد اقتصادية*، *8*(1)، 15–36.

27. رضوان، س. ع. ا. (2009). **أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق**. دار النشر للجامعات.

28. الزبدي، ح. م. (2008). **الإدارة المالية المتقدمة**. الأردن.

29. الزويلف، أ. م. ح. (2022). **المحاسبة الإدارية**. دار اليازوري.

30. ساحل، م. (2019). **التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية**. مركز الكتاب الجامعي.

31. ساحلي، ل.، وبوصبع، س. (2023). **تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والنمو الاقتصادي في البلاد العربية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل للفترة 2005 – 2018** . *Recherchers economiques manageriales*، *17*(1)، 43–65.

32. الساعدي، ح. ح. ف.، ثورة الصادق، ح. ا.، و محمد حسن، ع. ا. ا. (2019). **المصارف الإسلامية مفاهيم أساسية وحالات تطبيقية**. دار بغدادي.

33. السالم، م. س. (2008). **نظرية المنظمة الهيكل والتصميم**. دار وائل.

34. السالم، م. س. (2018). **تصميم المنظمات وتحليلها**. دار حميثرا.

35. سرمد، ك. ا. (2017). **مقدمة في إدارة المؤسسات المالية نظريات وتطبيقات**. دار الأكاديميون.

36. سمير محمد، ع. ا. (2006). **اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي**. مركز الاسكندرية.

37. السنفي، ع. ا. ع. ا. (2013). **الإدارة المالية**. دار الكتاب الجامعي.

38. سيد عبد النبي، م. (2019). **إعادة ابتكار المؤسسات للوصول إلى التميز**. مصر.

39. شاكر محمد، م.، إسماعيل، إ.، وعبد الناصر، ن. (2000). **التحليل المالي مدخل صناعة القرارات**. مطبعة الطليعة.

40. الشريفي، ن. ح.، والعامري، س. ج. م. (2009). **المحاسبة المتقدمة في الشركات الاسس النظرية والعلمية**. دار الزهران.

41. شعبان، م. ا.، وأبو عبدة، م. ع. (2009). **تاريخ الفكر الاقتصادي**. الشركة العربية المتحدة.

42. شعيب، ج. ا. (2018). **المالية للقادة أفضل الممارسات المالية للقادة وكبار التنفيذيين**. لبنان.

43. شقيري، ن. م. (2007). **الأسواق المالية وأليات التداول**. الأردن.

44. الشواورة، ف. م. (2013). **مبادئ الإدارة المالية**. دار المسيرة.

45. شيخة، م. غ. (2021). **التمويل المبادئ، السياسات،** *التوجيهات الحديثة*. دار رسلان.

46. شيخي، م. (2011). **طرق الاقتصاد القياسي**. دار الحامد.

47. الطويل، ز. ي. ر. (2010). **محاضرات في الاقتصاد السياسي**. دار الزهران.

48. الطيب، م. ر. (2006). **مدخل للتسيير أساسيات،** *وظائف، تقنيات، ج1*. ديوان الوطني للمطبوعات الجامعية.

49. العامري، م. ع. إ. (2010). **الإدارة المالية المتقدمة**. إثراء.

50. عبابسة، ه. (2008). الدور **المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة**. Recherchers economiques manageriales، 2(1)، 103–123.

51. عبد الجبار، ح. ع. ا. (2005). **الأسعار وتخصيص الموارد في الاسلام**. دار البحوث للدراسات الاسلامية واحياء التراث،.

52. عبد العال، ط. (2008). **التقييم، تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات**. الدار الجامعية.

53. عبد القادر، م.، عبد الله، أ.، و السهلاوي، خ. ب. ع. ا. (2017). **الإدارة المالية**. مكتبة الملك فهد الوطنية.

54. عبد اللطيف حمزة، ا. (2011). **المصارف الإسلامية النظرية و التطبيق**. دار الكتب الوطنية.

55. عبد الله، ج. م. (2014). **إدارة الأعمال مبادئ ومفاهيم**. دار المعتز.

56. عجيل كاظم، ط. (2010). **الوسيط في عقد البيع**. دار الحامد.

57. عزيزة، س. (2017). **اقتصاد المؤسسة ج1**. دار الأيام.

58. عطوان، م. ع. (2013). **معجم العلوم المالية والمحاسبية والمصرفية**. دار أسامة.

59. عقل، م. (2009). **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**. مكتبة المجتمع العربي.

60. العقون زهرة & العقون أم الخير. (2021). **دراسة وصفية تحليلية لنمـــــــاذج بانل** . *Algerian journal of economic performance*، *6*(1)، 98–113.

61. علي محمود، خ. أ. (2019). **اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية**. دار الفكر الجامعي.

62. علي مسلم، ع. ا. (2020). **مذكرات في نظرية المنظمة**. جامعة الاسكندرية.

63. علي .و. ح. (2013). **اثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005–2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)** . *مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية*، *5*(10)، 77–95.

64. عماني، ل.، وبن علي، س. (2021). **الهندسة المالية والاستراتيجية المالية**. الدار الجزائرية.

65. عيسى، ن.، وفراحي، ف. (2022). **دراسة أثر التمويل الإسلامي في البورصة الماليزية على النمو الاقتصادي باستخدام منهجية اختبار الحدود.** *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا*، *18*(3)، 219–236.

66. الغرباوي، ش. ع. ع. ا. (2020). **إدارة الجودة الشاملة وفقا المعايير الدولية.** دار الفكر الجامعي.

67. غربي، ح.، وبراق، م. (2018). **نظريات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.** النشر الجامعي الجديد.

68. غول، ف. (2008). **الوجيز في اقتصاد المؤسسة.** دار الخلدونية.

69. الفاتح، م. م. ب. ا. (2016). **التمويل و الاستثمار في الاسلام.** دار الجنان.

70. كاظم المعموري، ع. ا. (2011). ، **تاريخ الأفكار الاقتصادية**، دار حامد، عمان،. دار حامد.

71. الكردي، م. ص. (2023). **صيغ التمويل الاسلامي المعاصرة ودورها في تنمية التجارة الدولية.** دار التعليم الجامعي.

72. محمد الفاتح، م. ب. ا. (2016). **التمويل و الاستثمار في الاسلام.** دار الجنان.

73. محمد رائد، ع. ر. (2013). **نظرية المنظمة والمؤسسات.** الجنادرية.

74. محمد شاهين، ع. ا. م. (2017). **محافظ الاوراق المالية**، إدارة، تحليل، تقييم. دار حميثرا.

75. محمد طه، ع. ا. (2019). **الإصلاح المصرفي للبنوك الإسلامية والتقليدية في ضوء قرارات بازل.** دار التعليم الجامعي.

76. محمد علي، ن. (1944). **رائد علم الاقتصاد إبن خلدون.** دار الكتب المصرية.

77. معراج، ه.، وحاج، س. ع. (2013). **التأجير التمويلي المفاهيم والأسس.** دار كنوز المعرفة.

78. مقدم، و. (2020). **الإدارة الاستراتيجية للمؤسسة من خلال لوحة القيادة.** دار التعليم الجامعي.

79. مليكاوي، م. (2019). **استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية.** دار الهومة

80. مواعي، ب.، وبراينيس، ع. ا. (2016). **جدلية القيمة بين الفكر الاقتصادي والفكر المالي.** مجلة البشائر الاقتصادية، 2(3)، 85–98.

81. الميداني، ع. م. أ. (2010). **الإدارة التمويلية في الشركات.** العابيكان.

82. النجار، س. (1973). **تاريخ الفكر الاقتصادي من التجاريين إلى التقليديين**. دار النهضة العربية.

83. النجار، ع. ا. (2008). **أساسيات الإدارة المالية**. المكتب العربي الحديث.

84. النجار، ه. ب. إ. (2019). **المصارف الاسلامية**. دار الأيام.

85. النعيمي، ت. ع.، و الخرشة، ي. ك. (2007). **أساسيات في الإدارة المالية**. دار المسيرة.

86. النعيمي، ع. ت.، و التميمي، أ. ف. (2007). **التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة**. دار اليازوري.

87. الهندي، م. إ. (1999). **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**. المكتب العربي الحديث.

88. الهندي، م. إ. (2010). **إيفا المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء**. دار المعرفة الجامعية.

89. الهندي، م. إ. (2011). **حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء**. دار المعرفة الجامعية.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

1. Abeyrathna, S. P. G. M., & Priyadarshana, A. J. M. (2019). **Impact of Firm size on Profitability**. *Journal of Scientific and Research Publications*, *9*(6), 561-564.

2. Aminata, S. (2013). **La fonction centre de contact dans l'entreprise**. O2ONE.

Anton, M. (2016). Capital structure In The Modern Word. Palgrave Macmillan.

3. Baker, H. kent, & Martin, G. (2011). **Capital Structure and Corporate Financing Decisions**. John Wiley.

4. Baltagi, B. H. (2005). ***Econometric analysis of panel data*** **(3rd ed).** J. Wiley & Sons.

5. Baltagi, B. H. (2015). **The Oxford handbook of panel data**. New York : Oxford University Press.

6. Barbieri, L. (2008). **Panel Cointegration Tests: A Survey**. *Rivista internazionale di scienze sociali*, 3–36. https://doi.org/10.2307/41625199

7. Beitone, A., & Hemdane, E. (2005). **La définition de l'entreprise** *dans les manuels de sciences économiques et sociales en classe de seconde*. 29-39.

8. Bijan, V., Ken, F., & Liam, M. (2010). ***Foundations of Airline Finance (Methodology and practice).*** Ashgate.

9. Biørn, E. (2017). ***Econometrics of panel data: Methods and applications*** **(First edition)**. Oxford University Press.

10. Bourbonnais, R. (2015). **Économétrie** . Dunod.

11. Brennemann, R., & Sépari, S. (2001). **Economie d'entreprise**. Dunod.

12. Brian, C. (2006). **Capital Structuring**. Fitzroy Dearborn Publishers.

13. Bruslerie, H. (2010). **Analyse Financier**. Dunod.

14. bulletin, C. (2000). **CRÉATION DE VALEUR ACTIONNARIALE ET COMMUNICATION FINANCIÈRE**. *bourse de paris*, *396*, 43–94.

15. **Business size and growt***h*. (2021, janvier 30). https://assets.pearsonglobalschools.com/asset_mgr/current/201214/BusinessStudiesChapter3.pdf

16. Caby, J., Hirigoyen, G., & Prat dit Hauret, C. (2013). **Création de valeur et gouvernance de l'entreprise** (4e éd). Économica.

17. Caroline, S. (2006). **La fonction Finance**. DUNOD.

18. Conso, P., & Hemici, F. (2002). **Gestion financière de l'entreprise** (10e éd). Dunod.

19. crant, james. (2003). **Foundation of Economic value added**. Johen wily.

20. Croissant, Y., & Giovanni, M. (2019). ***Panel Data Econometrics with R***. John Wiley & Sons.

21. Danmaraya, I. A., & Hassan, S. (2016). **Electricity Consumption and Manufacturing Sector Productivity in Nigeria: An ARDL-Bounds Testing Approach**. *International Journal of Energy Economics and Policy*, *6*(2), 195–201.

22. Darbelet, M., Izard, L., & Scaramuzza, M. (1995). **Economie d'entreprise : BTS 1**. Foucher.

23. Eric, R. (1953). **AHistory of Economic Thought**. Faberand Ltd.

24. Eugene, F. B., & Michael, C. E. (2008). **Financial Management,Theory & Practice**. South-Western.

25. Gliz, A. (2020). **L'evaluation de l'entreprise**. BERTI.

26. Greene, W. H. (2003). ***Econometric analysis*** **(5th ed)**. Prentice Hall.

27. Gregor, G. (2008). **A Stakeholder Rationale For Risk Management Implications for Corporate Finance Decisions**. GABLER EDITION WISSENSCHAFT.

28. Gujarati, D. N. (2003). ***Basic econometrics*** **(4th ed)**. McGraw Hill.

29. Hall, A. R. (2005). **Generalized method of moments**. Oxford University Press.

30. Hansen, B. E. (2022). ***Econometrics.*** Princeton University Press.

31. Helfert, E. (2001). **A Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers**. McGraw Hill.

32. Hsiao, C. (2003). ***Analysis of panel data*** **(2nd ed).** Cambridge University Press.

33. Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). **Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel.** ***Économie & prévision***, *169-170–171*(3-4–5), 253–294. Cairn.info. https://doi.org/10.3917/ecop.169.0253

34. Jean Guy, D., & Stéphane, G. (2011). **Gestion Financiere**. Eyrolies.

35. Jean Luc, B., & Pascal, F. (2009). **Finance d'entreprise**. Groupe Revue Fiduciare.

36. Jiambalov, J. (2018). **Managerial Accounting**. Johen wily.

37. Jiang, T. (2009). **Capital Structure Determinants and Governance Structure Variety in Franchising, thesis of the Doctorate**. University Holland.

38. John, B.-B., Etebari, A., Hans, B., & Fred, R. K. (2010**). Employees firm size and profitability in U.S. manufacturing industries**. *Investment Management and Financial Innovations*, *7*(2), 1-18.

39. Karunakar, P. (2006). **Accounting and Finance for Managers**. Srups and sons.

40. Kent, B., & Gerald, M. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing decisions*. John Wiley.

41. Koller, T., Goedhart, marc, & Wessels, david. (2020). **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.** John Wiley & Sons.

42. Krishna, B. . K., Raghuram, G. R., & Luigi, Z. (2001). ***What Determines Firm Size?*** **National Bureau of Economic Research**, NBER Working Papers.

43. Leora, K. (2014). ***T*****he Role of "Reverse Factoring" in Supplier Financing of Small and Medium Sized Enterprises**. Development Research Group The World Bank.

44. Matthias, M. S. (2003). ***V*****estitionssteuerung, Periodenerfolgsrechnung und Economic Value Added**. Deutscher Universitats-Verlag.

45. Maxime, L. (2012). **Création de valeur de l'entreprise par l'application de la gestion du cycle de vie pour la mise en œuvre du développement durable**. Essai présenté pour l'obtention du grade de maitre en environnement, Centre universitaire en environnement.

46. Michael, B., & Daniel, F. (2018). ***The econometric analysis of non-stationary spatial panel data.*** Springer Berlin Heidelberg.

47. Michel, A. (2006). **Théarie Applications et limites de la mesure de la création de valeur**. *Revue française de gestion*, *1*(160), 138–157.

48. Neal, T. (2014). **Panel Cointegration Analysis with pedroni.** *Stata Journal*, *14*, 684–692. https://doi.org/10.1177/1536867X1401400312

49. Oana Mihaela, O. (2012). **The Advantages of Using Factoring, as Financing Technique on International Transactions Market**. *Economy, Commerce and Tourism Series*, *IX*, 105-112.

50. Ogien, D. (2011). **Gestion Finance de l'entreprise**. Dunod.

51. Ouvrand, S., & signorini, C. (2016). **La juste valeur expliquée par la théorie économique**. *revue francaise de comptabilite*, 2–5.

52. Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2009). *C. Paramasivan, T.* **Subramanian Financial Management**. New Age.

53. Parter, S., & Eckehardt, W. (2001). **European firm's financial structure**. Lucius and Lucius.

54. Pedroni, P. (2004). **PANEL COINTEGRATION: ASYMPTOTIC AND FINITE SAMPLE PROPERTIES OF POOLED TIME SERIES TESTS WITH AN APPLICATION TO THE PPP HYPOTHESIS.** *Econometric Theory*, *20*(3), 597–625. https://doi.org/10.1017/S0266466604203073

55. Pesaran, M. H. (2015). **Time series and panel data econometrics (First edition).** Oxford University Press.

56. Philip, R. D., & Eugene, F. B. (2019). **Intermediate Financial Management 13ed**. Cengage Learning,.

57. Premaratna, S., Rathnayaka, W., Dilrukshi, S., & Wickremeratne, N. (2020). **Impact of Ecological and Socio-economic** Factors on Sustainable Development in Developing Countries: Econometric analysis of panel data from South Asian, African and Latin *American Regions*. *3*, 2020.

58. Rajib, datta, Haradhan, K., & Tasnim, U. C. (2013). **REASSESS OF CAPITAL STRUCTURE THEORIES**. *INTERNATIONAL JOURNAL OF RESEARCH IN COMPUTER APPLICATION & MANAGEMENT*, *03*(10), 102–107.

59. Schermerhorn, J. R. (2013). **Management, 12th**. John Wiley.

60. Siddharthy, S. (2021, janvier 29). ***The Size of a Firm : Definition, Measures and Concepts*. businessmanagementideas.** https://www.businessmanagementideas.com

61. *Size of Business Unit :* **Definition, Measures, Factors, Concepts, Optimum Size of Business**. (2021, janvier 29). www.iedunote.com. https://www.iedunote.com/size-of-business

62. Stanley, B. B., & others, and. (2000). **Fondation of Financial Management**. McGraw-Hill Irwin.

63. Stewart, G. B. (2013). **Best-practice EVA**. Wiley finance.

64. Thauvron, A. (2005). **Evaluation d'entreprise**. Economica.

65. Tsionas, M.. (2019). **Panel data econometrics**. Academic Press, an imprint of Elsevier

66. Vernimmen, P., Quiry, P., Le Fur, Y., & Ceddaha, F. (2002). ***Finance d'entreprise*** **(5e éd.** Dalloz.

67. Zane, S., Srinidhi, B., & ANANTH, S. (2003). **The capital structure paradigm : Evolution of debt/equity choices**,. Praeger

الملاحق

Firm	Time	LEV	ELEV	SIZE	EVA
1	2010	1.397	0.035	24.064	1.6
1	2011	0.977	0.053	24.029	3.4
1	2012	1.035	0.049	24.125	2
1	2013	0.797	0.061	24.127	0.6
1	2014	0.795	0.033	24.176	0.09
1	2015	0.706	0.014	24.276	0.03
1	2016	0.689	0.009	24.56	1.3
1	2017	0.729	0.019	24.601	0.3
1	2018	0.999	0.027	24.401	0.5
1	2019	0.856	0.011	24.422	0.8
1	2020	0.83	0.0019	24.42	0.3
1	2021	0.96	-0.00559	24.52	0.6
2	2010	1.386	0.071	22.87	-1.50
2	2011	2.368	-0.121	23.1	0.3
2	2012	1.977	0.091	23.15	0.7
2	2013	1.766	0.065	23.2	2.4
2	2014	1.688	0.122	23.2	1.1
2	2015	1.498	0.078	23.2	1.1
2	2016	1.491	0.037	23.18	1.7
2	2017	1.531	0.06	23.17	1.2
2	2018	1.465	0.038	23.15	1.8
2	2019	1.254	0.001	23.13	0.6
2	2020	1.554	-0.083	23.06	1.6
2	2021	1.661	-0.099	22.97	0.5
3	2010	1.185	0.211	22.49	4.00
3	2011	2.346	-0.121	22.61	3.7
3	2012	2.01	0.059	22.6	-0.4
3	2013	2.216	0.091	22.68	0.5
3	2014	2.055	0.087	22.71	0.9
3	2015	1.611	0.086	22.69	1.1
3	2016	1.549	0.097	22.76	0.9
3	2017	1.37	0.103	22.82	1.2
3	2018	1.29	0.105	22.91	1.6
3	2019	1.293	0.081	23.01	1.4
3	2020	1.278	0.064	23.17	-4.8
3	2021	0.135	0.067	23.21	1
4	2010	1.506	0.0407	19.7	0.3
4	2011	2.563	0.055	20.17	0.3
4	2012	2.522	0.024	20.17	0.2
4	2013	2.887	0.088	20.37	0.3
4	2014	2.757	0.169	20.54	0.6

4	2015	2.837	0.175	20.73	0.6
4	2016	3.407	0.172	21.04	1.6
4	2017	3.728	0.019	21.03	-0.01
4	2018	3.393	0.0302	20.98	1.2
4	2019	4.119	0.0056	21.13	1.7
4	2020	3.937	0.008	21.15	2.3
4	2021	1.067	0.0038	21.59	2.3
5	2010	0.46	0.06	19.67	1.5
5	2011	3.386	0.471	20.11	1.9
5	2012	3.716	0.49	20.27	1.9
5	2013	1.757	0.174	20.47	2.1
5	2014	1.854	-0.104	20.68	1.7
5	2015	1.642	0.08	20.74	1.6
5	2016	1.87	0.03	20.89	1.3
5	2017	1.579	0.03	20.85	1.6
5	2018	1.528	0.07	20.87	-0.3
5	2019	1.33	0.0006	20.79	0.04
5	2020	1.87	-0.21	20.75	-1.4
5	2021	2.26	-0.20	20.65	-0.1
6	2010	171.63	0.994	19.16	0.1
6	2011	12.28	0.86	19.27	1.7
6	2012	6.49	0.462	19.41	1.7
6	2013	4.752	0.324	19.58	2.3
6	2014	2.645	0.227	19.49	2.4
6	2015	1.741	0.213	19.45	-2.5
6	2016	1.038	0.05	19.27	1.5
6	2017	0.968	0.004	19.25	0.1
6	2018	1.833	0.047	19.69	0.2
6	2019	1.338	0.057	19.61	1.4
6	2020	1.06	0.04	19.56	1.4
6	2021	0.82	0.03	19.51	1.2
7	2010	0.488	0.073	21.19	1.4
7	2011	0.331	0.074	21.5	3.1
7	2012	0.409	0.124	21.13	0.8
7	2013	0.491	0.158	21.07	1.1
7	2014	0.744	0.124	21.2	3
7	2015	0.401	0.06	21.13	3
7	2016	0.368	0.05	21.17	1.9
7	2017	0.246	0.02	21.2	1.8
7	2018	0.394	0.07	21.22	-0.2
7	2019	0.321	0.07	21	-2.02
7	2020	0.352	0.06	21.17	-1.2

7	2021	0.41	0.04	21.36	-2.15
8	2010	2.732	0.266	22.22	6.2
8	2011	3.157	0.119	22.5	0.4
8	2012	4.551	0.108	22.94	0.4
8	2013	4.819	0.128	20.85	0.3
8	2014	4.921	0.055	23.16	0.1
8	2015	4.954	0.065	23.25	1.1
8	2016	4.881	0.043	23.31	1.5
8	2017	4.194	0.021	23.14	0.8
8	2018	4.718	0.02	23.38	0.7
8	2019	3.662	0.112	23.29	0.5
8	2020	3.17	0.033	23.23	0.09
8	2021	3.16	0.11	23.23	-0.7
9	2010	0.417	-0.007	22.05	1.9
9	2011	0.461	0.003	22.2	2.8
9	2012	0.303	0.02	22.24	1.5
9	2013	0.331	0.03	22.42	-0.1
9	2014	0.182	0.02	22.4	-0.7
9	2015	0.333	0.05	22.59	2.8
9	2016	0.244	0.05	22.65	0.1
9	2017	0.242	0.01	22.72	2.1
9	2018	0.136	0.03	22.77	0.2
9	2019	10.941	1.04	22.33	0.7
9	2020	14.63	0.941	22.43	0.3
9	2021	20.26	0.923	22.42	0.04
10	2010	0.945	0.01	21.63	0.5
10	2011	881	0.04	21.68	0.6
10	2012	0.832	0.02	21.7	-0.09
10	2013	0.517	0.04	21.58	0.8
10	2014	0.567	0.02	21.69	-0.5
10	2015	0.646	0.08	21.81	-0.7
10	2016	0.558	0.07	21.91	0.2
10	2017	0.148	0.03	21.81	0.02
10	2018	0.152	0.03	21.8	10
10	2019	0.157	0.04	21.81	3.7
10	2020	0.189	0.04	21.85	-3.3
10	2021	0.196	0.03	21.77	0.005
11	2010	0.343	0.177	22.98	-0.01
11	2011	0.266	0.15	23.39	-0.03
11	2012	0.187	0.124	23.76	-0.3
11	2013	0.172	0.03	23.92	0.07
11	2014	0.119	0.04	24.08	0.3

11	2015	0.144	0.138	24.29	4
11	2016	0.209	0.05	24.41	2
11	2017	0.253	0.02	24.47	1.5
11	2018	0.199	0.01	24.50	0.9
11	2019	0.194	0.007	24.51	0.6
11	2020	0.165	0.017	24.52	1
11	2021	0.152	0.018	24.57	0.7
12	2010	0.332	-0.022	21.043	0.9
12	2011	0.284	-0.012	21.008	0.4
12	2012	0.289	-0.006	21.063	0.4
12	2013	0.433	-0.002	21.2	0.4
12	2014	0.721	-0.00025	21.383	0.2
12	2015	1.036	-6.4E-05	21.563	0.3
12	2016	1.246	-0.0068	21.662	0.4
12	2017	1.441	-0.023	21.746	1.3
12	2018	1.604	-0.018	21.826	1.8
12	2019	2.156	-0.041	21.987	1.1
12	2020	1.774	0.03	22.04	1.7
12	2021	2.518	0.0019	21.99	2.4
13	2010	1.713	0.006	23.98	0.7
13	2011	2.439	-0.143	24.05	0.6
13	2012	2.228	0.04	24.17	0.7
13	2013	1.341	0.02	24.09	0.7
13	2014	1.341	0.07	24.33	1
13	2015	1.847	0.08	24.41	0.4
13	2016	1.532	0.08	24.46	0.7
13	2017	1.228	0.06	24.49	0.6
13	2018	0.684	0.147	24.64	1.8
13	2019	1.169	0.04	24.78	1.7
13	2020	0.942	0.05	24.78	1
13	2021	0.855	0.04	24.82	1.5
14	2010	0.545	0.108	18.001	-1
14	2011	0.601	0.052	18.211	0.1
14	2012	2.161	0.061	18.789	0.7
14	2013	2.575	0.148	19.02	0.5
14	2014	1.74	0.065	18.71	2.5
14	2015	2.23	0.155	18.952	0.8
14	2016	0.773	0.10	19.096	-2.1
14	2017	0.647	0.026	19.137	0.6
14	2018	0.647	0.022	19.243	0.5
14	2019	0.438	0.0006	19.731	1.8
14	2020	1.239	0.013	20.22	6

14	2021	1.236	0.06	19.01	1
15	2010	1.501	-0.406	24.55	3.2
15	2011	2.93	-0.577	24.44	2.3
15	2012	4.719	-0.713	24.48	-0.3
15	2013	-8.72	2.88	24.3	-5
15	2014	-3.821	1.115	24.41	-0.006
15	2015	-2.81	0.832	24.39	9.8
15	2016	-3.20	1.1	25.013	-0.9
15	2017	-3.081	0.30	25.20	1
15	2018	-2.262	0.15	25.13	-1
15	2019	3.346	-0.292	28.91	0.3
15	2020	5.884	-0.444	25.90	1.2
15	2021	8.191	-0.328	25.89	1.1
16	2010	0.299	0.04	22.38	0.01
16	2011	1.18	0.05	26.29	9.3
16	2012	0.673	0.04	26.17	7.1
16	2013	0.308	0.03	26.08	2.5
16	2014	0.493	0.05	26.36	1.7
16	2015	0.583	0.09	26.57	-11
16	2016	0.503	0.03	26.6	1.3
16	2017	0.75	0.07	26.85	-2.5
16	2018	0.675	0.01	26.84	3.3
16	2019	0.667	0.01	26.88	0.006
16	2020	1.18	0.04	26.29	0.06
16	2021	0.673	0.06	26.17	0.007
17	2010	0.215	0.03	23.81	0.7
17	2011	0.259	0.02	23.89	-0.1
17	2012	0.294	0.03	24.04	-0.46
17	2013	0.285	0.03	24.17	1
17	2014	0.288	0.02	24.3	0.3
17	2015	0.266	0.02	24.4	0.3
17	2016	0.259	0.01	24.52	0.7
17	2017	0.257	0.01	24.65	1.2
17	2018	0.08	0.01	24.73	1.2
17	2019	0.241	0.03	24.83	3
17	2020	0.258	0.007	24.88	0.7
17	2021	0.27	0.008	24.94	2.9
18	2010	0.673	0.03	24.93	3
18	2011	0.615	0.03	24.87	2
18	2012	0.406	0.02	24.85	2.3
18	2013	0.482	0.04	25.03	2
18	2014	0.429	0.04	25.20	1.6

18	2015	0.29	0.04	25.21	-0.002
18	2016	0.28	0.03	25.28	1.9
18	2017	0.233	0.01	25.30	1.7
18	2018	0.207	0.01	25.33	1.2
18	2019	0.314	0.009	25.39	-0.5
18	2020	0.4	-0.009	25.30	-3.6
18	2021	0.353	0.00	25.25	-0.3
19	2010	0.471	-0.005	22.69	-0.3
19	2011	0.442	-0.01	22.79	0.004
19	2012	0.47	0.04	22.96	-0.09
19	2013	0.604	-0.156	23.02	0.3
19	2014	0.554	-0.186	23.15	0.3
19	2015	0.618	-0.134	23.24	0.01
19	2016	0.588	-0.142	23.42	0.07
19	2017	0.491	-0.119	23.45	0.8
19	2018	1.543	0.004	24.08	11
19	2019	0.477	-0.06	23.75	0.06
19	2020	0.499	-0.08	24.21	0.6
19	2021	0.715	-0.05	24.37	-1
20	2010	1.355	0.09	23.6	0.14
20	2011	1.34	0.08	23.62	0.25
20	2012	1.481	0.138	24	0.77
20	2013	0.621	0.06	23.39	0.22
20	2014	0.406	0.01	23.25	0.09
20	2015	0.983	0.105	24.36	1.57
20	2016	0.723	0.09	24.41	1.28
20	2017	0.728	0.09	24.60	1.88
20	2018	0.674	0.09	24.73	0.88
20	2019	0.767	0.08	24.92	1.33
20	2020	0.839	0.04	25.03	1.8
20	2021	0.756	0.06	25.09	1.7
21	2010	0.207	0.07	24.38	-0.003
21	2011	0.192	0.707	24.43	0.006
21	2012	0.553	0.232	24.84	0.004
21	2013	1.297	0.06	24.78	-0.17
21	2014	0.691	0.14	24.51	11
21	2015	1.04	-0.03	24.59	0.18
21	2016	1.242	-0.02	24.64	0.05
21	2017	0.662	0.136	24.65	-0.01
21	2018	0.607	0.07	24.64	0.01
21	2019	1.052	-0.02	24.64	0.06
21	2020	1.397	-0.146	24.6	0.02

21	2021	2.47	-0.302	24.64	-0.0005
22	2010	0.356	0.02	24.39	1.28
22	2011	0.417	0.03	24.5	-1.42
22	2012	0.363	0.01	24.53	-1.9
22	2013	0.87	0.006	24.6	2.15
22	2014	0.386	0.01	24.6	-1.04
22	2015	0.51	0.02	24.72	-4.8
22	2016	0.984	0.03	25.05	0.64
22	2017	1.204	0.08	25.32	5.54
22	2018	1.105	0.05	24.4	4.69
22	2019	0.813	0.04	24.39	4.14
22	2020	0.697	0.03	25.41	2.17
22	2021	0.701	0.02	24.71	0.69

Series: EVA Date: 07/20/23 Time: 19:36 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 220 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		43.5450	0.4910
ADF - Choi Z-stat		-0.72267	0.2349

Series: D(EVA) Date: 07/20/23 Time: 19:36 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 198 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		63.4298	0.0290
ADF - Choi Z-stat		-2.99736	0.0014

Series: ELEV Date: 07/20/23 Time: 19:37 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 220 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		54.6709	0.1300
ADF - Choi Z-stat		-1.32215	0.0931

Series: D(ELEV) Date: 07/20/23 Time: 19:37 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 198 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		72.4050	0.0045
ADF - Choi Z-stat		-2.58429	0.0049

Series: LEV Date: 07/20/23 Time: 19:38 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 220 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		44.3819	0.4555
ADF - Choi Z-stat		NA	

Series: D(LEV) Date: 07/20/23 Time: 19:38 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 198 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		76.9196	0.0016
ADF - Choi Z-stat		NA	

Series: SIZE Date: 07/20/23 Time: 19:39 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 220 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		54.9177	0.1252
ADF - Choi Z-stat		0.87542	0.8093

Series: D(SIZE) Date: 07/20/23 Time: 19:39 Sample: 2010 2021 User-specified lags: 1 Total (balanced) observations: 198 Cross-sections included: 22			
Method		Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square		101.597	0.0000
ADF - Choi Z-stat		-4.67763	0.0000

الجدول رقم 1: نتائج تقدير العلاقة باستخدام نموذج VECM

Vector Error Correction Estimates Date: 07/22/23 Time: 13:46 Sample (adjusted): 2017 2021 Included observations: 110 after adjustments Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ] Lags interval (in first differences): 1 to 6 Endogenous variables: EVA ELEV LEV Deterministic assumptions: Case 3 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant. Short-run dynamics include a constant.			
Cointegrating Eq:	**CointEq1**		
EVA(-1)	1.000000		
ELEV(-1)	6.199653		
	(1.45027)		
	[4.27483]		
LEV(-1)	-0.098396		
	(0.09080)		
	[-1.08366]		
C	-1.216255		
Error Correction:	D(EVA)	D(ELEV)	D(LEV)
COINTEQ1	-1.429714	-0.036026	0.125009
	(0.24932)	(0.01656)	(0.17182)
	[-5.73445]	[-2.17591]	[0.72756]
D(EVA(-1))	0.556211	0.029737	-0.140439
	(0.22046)	(0.01464)	(0.15193)
	[2.52301]	[2.03124]	[-0.92439]
D(EVA(-2))	0.531492	0.025005	-0.122874
	(0.19177)	(0.01273)	(0.13216)
	[2.77151]	[1.96351]	[-0.92974]
D(EVA(-3))	0.327908	0.024070	-0.148097
	(0.16559)	(0.01100)	(0.11411)
	[1.98029]	[2.18897]	[-1.29780]
D(EVA(-4))	0.265255	0.020910	-0.020791
	(0.14726)	(0.00978)	(0.10149)
	[1.80123]	[2.13823]	[-0.20486]
D(EVA(-5))	0.226784	0.009673	-0.021179
	(0.11944)	(0.00793)	(0.08232)
	[1.89866]	[1.21944]	[-0.25729]
D(EVA(-6))	0.148420	0.006711	-0.038842
	(0.09928)	(0.00659)	(0.06842)
	[1.49504]	[1.01799]	[-0.56774]

D(ELEV(-1))	5.325875	0.246831	-2.316596
	(2.13892)	(0.14204)	(1.47404)
	[2.48999]	[1.73777]	[-1.57160]
D(ELEV(-2))	3.544624	0.161278	-0.909941
	(1.98632)	(0.13191)	(1.36888)
	[1.78452]	[1.22268]	[-0.66474]
D(ELEV(-3))	-2.128594	0.113921	0.813327
	(2.50205)	(0.16615)	(1.72430)
	[-0.85074]	[0.68563]	[0.47169]
D(ELEV(-4))	2.065537	-0.106887	0.507626
	(1.42641)	(0.09472)	(0.98301)
	[1.44807]	[-1.12841]	[0.51640]
D(ELEV(-5))	2.199994	-0.031328	0.017322
	(1.05674)	(0.07017)	(0.72825)
	[2.08187]	[-0.44642]	[0.02379]
D(ELEV(-6))	2.367189	-0.073845	0.549996
	(0.72182)	(0.04793)	(0.49744)
	[3.27947]	[-1.54056]	[1.10564]
D(LEV(-1))	0.083780	-0.011185	0.482105
	(0.21736)	(0.01443)	(0.14980)
	[0.38544]	[-0.77488]	[3.21839]
D(LEV(-2))	0.100510	-0.000282	0.312917
	(0.20576)	(0.01366)	(0.14180)
	[0.48848]	[-0.02064]	[2.20672]
D(LEV(-3))	-0.071438	0.000783	0.023678
	(0.46092)	(0.03061)	(0.31764)
	[-0.15499]	[0.02559]	[0.07454]
D(LEV(-4))	0.032543	-0.001069	0.034014
	(0.34082)	(0.02263)	(0.23488)
	[0.09548]	[-0.04724]	[0.14482]
D(LEV(-5))	-0.008822	0.000105	0.000354
	(0.00297)	(0.00020)	(0.00205)
	[-2.97222]	[0.53305]	[0.17315]
D(LEV(-6))	-0.010280	3.40E-05	-0.000208
	(0.00206)	(0.00014)	(0.00142)
	[-4.98305]	[0.24819]	[-0.14636]
C	-0.118538	-0.005327	0.134407
	(0.19268)	(0.01279)	(0.13278)
	[-0.61522]	[-0.41637]	[1.01223]
R-squared	0.594992	0.397476	0.359361
Adj. R-squared	0.509491	0.270277	0.224115
Sum sq. resids	297.5650	1.312230	141.3230
S.E. equation	1.818317	0.120749	1.253098
F-statistic	6.958842	3.124828	2.657090
Log likelihood	-210.8166	87.49815	-169.8644
Akaike AIC	4.196666	-1.227239	3.452081

Schwarz SC	4.687662	-0.736243	3.943077
Mean dependent	-0.042259	-0.013383	0.259773
S.D. dependent	**2.596247**	0.141353	1.422612
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.035569	
Determinant resid covariance		0.019481	
Log likelihood		-251.6433	
Akaike information criterion		5.720788	
Schwarz criterion		7.267426	
Number of coefficients		63	

الجدول رقم (2): نتائج تقدير المعلمات

Dependent Variable: D(EVA)
Method: Panel Least Squares
Date: 07/22/23 Time: 13:47
Sample (adjusted): 2017 2021
Periods included: 5
Cross-sections included: 22
Total panel (balanced) observations: 110
D(EVA) = C(1)*(EVA(-1) + 6.19965265007*ELEV(-1) - 0.0983963043952 *LEV(-1) - 1.21625451552) + C(2)*D(EVA(-1)) + C(3)*D(EVA(-2)) + C(4) *D(EVA(-3)) + C(5)*D(EVA(-4)) + C(6)*D(EVA(-5)) + C(7)*D(EVA(-6)) + C(8)*D(ELEV(-1)) + C(9)*D(ELEV(-2)) + C(10)*D(ELEV(-3)) + C(11) *D(ELEV(-4)) + C(12)*D(ELEV(-5)) + C(13)*D(ELEV(-6)) + C(14) *D(LEV(-1)) + C(15)*D(LEV(-2)) + C(16)*D(LEV(-3)) + C(17)*D(LEV(-4)) + C(18)*D(LEV(-5)) + C(19)*D(LEV(-6)) + C(20)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-1.429714	0.249320	-5.734452	0.0000
C(2)	0.556211	0.220455	2.523013	0.0134
C(3)	0.531492	0.191770	2.771512	0.0068
C(4)	0.327908	0.165586	1.980286	0.0507
C(5)	0.265255	0.147263	1.801232	0.0750
C(6)	0.226784	0.119444	1.898663	0.0608
C(7)	0.148420	0.099275	1.495036	0.1384
C(8)	5.325875	2.138916	2.489988	0.0146
C(9)	3.544624	1.986316	1.784521	0.0777
C(10)	-2.128594	2.502054	-0.850739	0.3972
C(11)	2.065537	1.426407	1.448070	0.1511
C(12)	2.199994	1.056739	2.081871	0.0402
C(13)	2.367189	0.721819	3.279475	0.0015
C(14)	0.083780	0.217364	0.385436	0.7008
C(15)	0.100510	0.205763	0.488476	0.6264

C(16)	-0.071438	0.460916	-0.154992	0.8772
C(17)	0.032543	0.340820	0.095484	0.9241
C(18)	-0.008822	0.002968	-2.972223	0.0038
C(19)	-0.010280	0.002063	-4.983046	0.0000
C(20)	-0.118538	0.192675	-0.615219	0.5400
R-squared	0.594992	Mean dependent var		-0.042259
Adjusted R-squared	0.509491	S.D. dependent var		2.596247
S.E. of regression	1.818317	Akaike info criterion		4.196666
Sum squared resid	297.5650	Schwarz criterion		4.687662
Log likelihood	-210.8166	Hannan-Quinn criter.		4.395816
F-statistic	6.958842	Durbin-Watson stat		2.526334
Prob(F-statistic)	0.000000			

جدول رقم (3): نتائج الاستقرارية

Roots of Characteristic Polynomial Endogenous variables: EVA ELEV LEV Exogenous variables: Lag specification: 1 6 Date: 07/22/23 Time: 14:56	
Root	Modulus
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
0.792117 - 0.395598i	0.885408
0.792117 + 0.395598i	0.885408
0.661717 - 0.580341i	0.880150
0.661717 + 0.580341i	0.880150
0.225320 + 0.809831i	0.840592
0.225320 - 0.809831i	0.840592
-0.656256 - 0.474256i	0.809686
-0.656256 + 0.474256i	0.809686
-0.777929 - 0.082255i	0.782266
-0.777929 + 0.082255i	0.782266
-0.467076 - 0.514042i	0.694549
-0.467076 + 0.514042i	0.694549
0.617021 + 0.312792i	0.691776
0.617021 - 0.312792i	0.691776
-0.182037 - 0.635848i	0.661392
-0.182037 + 0.635848i	0.661392

0.066825 + 0.578253i	0.582101
0.066825 - 0.578253i	0.582101
0.058827	0.058827

جدول رقم 3: نتائج تقدير العلاقة باستخدام نموذج VECM

Vector Error Correction Estimates Date: 07/23/23 Time: 13:55 Sample (adjusted): 2017 2021 Included observations: 110 after adjustments Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ] Lags interval (in first differences): 1 to 6 Endogenous variables: EVA ELEV LEV SIZE Deterministic assumptions: Case 3 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant. Short-run dynamics include a constant.				
Cointegrating Eq:	**CointEq1**			
EVA(-1)	1.000000			
ELEV(-1)	5.419386			
	(1.40368)			
	[3.86083]			
LEV(-1)	-0.120803			
	(0.09603)			
	[-1.25793]			
SIZE(-1)	-0.023639			
	(0.05454)			
	[-0.43345]			
C	-0.596907			
Error Correction:	D(EVA)	D(ELEV)	D(LEV)	D(SIZE)
COINTEQ1	-1.630439	-0.032200	0.115896	0.047147
	(0.27286)	(0.01903)	(0.19456)	(0.04222)
	[-5.97529]	[-1.69229]	[0.59568]	[1.11674]
D(EVA(-1))	0.718048	0.026731	-0.135844	-0.053301
	(0.24182)	(0.01686)	(0.17243)	(0.03742)
	[2.96930]	[1.58520]	[-0.78783]	[-1.42456]
D(EVA(-2))	0.633312	0.022263	-0.117436	-0.050183
	(0.21422)	(0.01494)	(0.15275)	(0.03314)
	[2.95636]	[1.49035]	[-0.76883]	[-1.51407]
D(EVA(-3))	0.420890	0.021740	-0.140972	-0.048871
	(0.18199)	(0.01269)	(0.12977)	(0.02816)
	[2.31266]	[1.71301]	[-1.08634]	[-1.73557]
D(EVA(-4))	0.304795	0.019281	-0.018695	-0.034265
	(0.15528)	(0.01083)	(0.11072)	(0.02403)
	[1.96290]	[1.78071]	[-0.16885]	[-1.42621]
D(EVA(-5))	0.258280	0.008327	-0.027295	-0.005468
	(0.12614)	(0.00880)	(0.08994)	(0.01952)

	[2.04755]	[0.94665]	[-0.30347]	[-0.28019]
D(EVA(-6))	0.212962	0.005331	-0.046556	0.000601
	(0.10959)	(0.00764)	(0.07814)	(0.01696)
	[1.94327]	[0.69763]	[-0.59579]	[0.03546]
D(ELEV(-1))	8.638743	0.193781	-1.914929	0.258977
	(2.56122)	(0.17860)	(1.82624)	(0.39628)
	[3.37290]	[1.08500]	[-1.04856]	[0.65352]
D(ELEV(-2))	1.198104	0.179583	-1.210689	-0.880525
	(2.42147)	(0.16885)	(1.72659)	(0.37466)
	[0.49478]	[1.06354]	[-0.70120]	[-2.35021]
D(ELEV(-3))	-1.383307	0.118017	0.928422	0.187670
	(2.64705)	(0.18458)	(1.88744)	(0.40956)
	[-0.52258]	[0.63937]	[0.49190]	[0.45822]
D(ELEV(-4))	0.765271	-0.104564	0.246103	0.005017
	(1.60650)	(0.11203)	(1.14549)	(0.24856)
	[0.47636]	[-0.93340]	[0.21484]	[0.02018]
D(ELEV(-5))	3.021478	-0.054199	0.113465	0.337616
	(1.12757)	(0.07863)	(0.80399)	(0.17446)
	[2.67965]	[-0.68931]	[0.14113]	[1.93520]
D(ELEV(-6))	2.551295	-0.084589	0.578545	0.859888
	(0.71571)	(0.04991)	(0.51033)	(0.11074)
	[3.56468]	[-1.69489]	[1.13367]	[7.76509]
D(LEV(-1))	-0.266703	-0.010946	0.473859	-0.066358
	(0.24062)	(0.01678)	(0.17157)	(0.03723)
	[-1.10840]	[-0.65234]	[2.76189]	[-1.78241]
D(LEV(-2))	0.408798	-0.006401	0.363972	0.072170
	(0.27419)	(0.01912)	(0.19550)	(0.04242)
	[1.49095]	[-0.33477]	[1.86171]	[1.70120]
D(LEV(-3))	-0.094727	0.004439	0.021628	-0.106449
	(0.50350)	(0.03511)	(0.35901)	(0.07790)
	[-0.18814]	[0.12642]	[0.06024]	[-1.36643]
D(LEV(-4))	-0.239254	0.001730	-0.041884	-0.054576
	(0.36156)	(0.02521)	(0.25781)	(0.05594)
	[-0.66172]	[0.06861]	[-0.16246]	[-0.97558]
D(LEV(-5))	-0.008521	9.85E-05	0.000342	0.000172
	(0.00297)	(0.00021)	(0.00211)	(0.00046)
	[-2.87363]	[0.47651]	[0.16154]	[0.37491]
D(LEV(-6))	-0.010199	3.25E-05	-0.000163	0.000121
	(0.00205)	(0.00014)	(0.00146)	(0.00032)
	[-4.97485]	[0.22714]	[-0.11141]	[0.38265]
D(SIZE(-1))	1.133155	-0.007689	0.109388	-0.341317
	(0.63576)	(0.04433)	(0.45332)	(0.09837)
	[1.78235]	[-0.17344]	[0.24130]	[-3.46982]
D(SIZE(-2))	-0.204343	0.011603	-0.094945	-0.332676

	(0.87280)	(0.06086)	(0.62234)	(0.13504)
	[-0.23412]	[0.19064]	[-0.15256]	[-2.46348]
D(SIZE(-3))	0.369922	-0.011994	0.083274	0.244534
	(0.84212)	(0.05872)	(0.60046)	(0.13030)
	[0.43927]	[-0.20424]	[0.13868]	[1.87676]
D(SIZE(-4))	-0.108368	0.006950	0.316933	0.162218
	(0.76358)	(0.05325)	(0.54446)	(0.11814)
	[-0.14192]	[0.13052]	[0.58210]	[1.37305]
D(SIZE(-5))	-0.512951	0.010534	-0.283332	0.060193
	(0.67004)	(0.04672)	(0.47776)	(0.10367)
	[-0.76555]	[0.22545]	[-0.59304]	[0.58062]
D(SIZE(-6))	-0.730838	0.000884	0.067800	-0.013423
	(0.42975)	(0.02997)	(0.30643)	(0.06649)
	[-1.70060]	[0.02950]	[0.22126]	[-0.20187]
C	-0.028223	-0.005759	0.105761	0.053947
	(0.29315)	(0.02044)	(0.20902)	(0.04536)
	[-0.09628]	[-0.28173]	[0.50597]	[1.18940]
R-squared	0.631861	0.396105	0.376622	0.785414
Adj. R-squared	0.522296	0.216374	0.191092	0.721550
Sum sq. resids	270.4768	1.315217	137.5153	6.475028
S.E. equation	1.794425	0.125129	1.279487	0.277639
F-statistic	5.766996	2.203879	2.029985	12.29808
Log likelihood	-205.5671	87.37308	-168.3623	-0.294233
Akaike AIC	4.210310	-1.115874	3.533859	0.478077
Schwarz SC	4.848605	-0.477579	4.172155	1.116372
Mean dependent	-0.042259	-0.013383	0.259773	0.030718
S.D. dependent	2.596247	0.141353	1.422612	0.526147
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.002434		
Determinant resid covariance		0.000828		
Log likelihood		-233.9987		
Akaike information criterion		6.218158		
Schwarz criterion		8.869538		
Number of coefficients		108		

الملحق رقم4: علاقة الرافعة المالية بالقيمة الاقتصادية المضافة في ظل تباين حجم المؤسسة

جدول رقم 2: نتائج تقدير المعلمات

Dependent Variable: D(EVA)
Method: Panel Least Squares
Date: 07/23/23 Time: 13:57
Sample (adjusted): 2017 2021
Periods included: 5
Cross-sections included: 22
Total panel (balanced) observations: 110
D(EVA) = C(1)*(EVA(-1) + 5.41938572851*ELEV(-1) - 0.120803015984 *LEV(-1) - 0.0236389460898*SIZE(-1) - 0.596906757619) + C(2) *D(EVA(-1)) + C(3)*D(EVA(-2)) + C(4)*D(EVA(-3)) + C(5)*D(EVA(-4)) + C(6)*D(EVA(-5)) + C(7)*D(EVA(-6)) + C(8)*D(ELEV(-1)) + C(9)*D(ELEV(-2)) + C(10)*D(ELEV(-3)) + C(11)*D(ELEV(-4)) + C(12)*D(ELEV(-5)) + C(13)*D(ELEV(-6)) + C(14)*D(LEV(-1)) + C(15)*D(LEV(-2)) + C(16) *D(LEV(-3)) + C(17)*D(LEV(-4)) + C(18)*D(LEV(-5)) + C(19)*D(LEV(-6)) + C(20)*D(SIZE(-1)) + C(21)*D(SIZE(-2)) + C(22)*D(SIZE(-3)) + C(23) *D(SIZE(-4)) + C(24)*D(SIZE(-5)) + C(25)*D(SIZE(-6)) + C(26)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-1.630439	0.272864	-5.975289	0.0000
C(2)	0.718048	0.241824	2.969305	0.0039
C(3)	0.633312	0.214220	2.956363	0.0040
C(4)	0.420890	0.181994	2.312665	0.0232
C(5)	0.304795	0.155278	1.962901	0.0530
C(6)	0.258280	0.126141	2.047552	0.0437
C(7)	0.212962	0.109590	1.943268	0.0553
C(8)	8.638743	2.561221	3.372901	0.0011
C(9)	1.198104	2.421469	0.494784	0.6220
C(10)	-1.383307	2.647049	-0.522585	0.6026
C(11)	0.765271	1.606503	0.476358	0.6351
C(12)	3.021478	1.127566	2.679646	0.0089
C(13)	2.551295	0.715714	3.564683	0.0006
C(14)	-0.266703	0.240620	-1.108398	0.2709
C(15)	0.408798	0.274186	1.490950	0.1397
C(16)	-0.094727	0.503498	-0.188139	0.8512
C(17)	-0.239254	0.361561	-0.661724	0.5100
C(18)	-0.008521	0.002965	-2.873634	0.0051
C(19)	-0.010199	0.002050	-4.974845	0.0000
C(20)	1.133155	0.635763	1.782354	0.0783

C(21)	-0.204343	0.872805	-0.234122	0.8155
C(22)	0.369922	0.842124	0.439273	0.6616
C(23)	-0.108368	0.763585	-0.141920	0.8875
C(24)	-0.512951	0.670038	-0.765554	0.4461
C(25)	-0.730838	0.429753	-1.700601	0.0927
C(26)	-0.028223	0.293148	-0.096276	0.9235
R-squared	0.631861	**Mean dependent var**		-0.042259
Adjusted R-squared	0.522296	**S.D. dependent var**		2.596247
S.E. of regression	1.794425	**Akaike info criterion**		4.210310
Sum squared resid	270.4768	**Schwarz criterion**		4.848605
Log likelihood	-205.5671	**Hannan-Quinn criter.**		4.469206
F-statistic	5.766996	**Durbin-Watson stat**		2.571332
Prob(F-statistic)	0.000000			

جدول رقم (3): نتائج الاستقرارية

Roots of Characteristic Polynomial Endogenous variables: EVA ELEV LEV SIZE Exogenous variables: Lag specification: 1 6 Date: 07/23/23 Time: 15:00	
Root	**Modulus**
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
1.000000	1.000000
0.716144 + 0.571077i	0.915965
0.716144 - 0.571077i	0.915965
0.767193 - 0.389354i	0.860338
0.767193 + 0.389354i	0.860338
0.212251 + 0.810729i	0.838053
0.212251 - 0.810729i	0.838053
-0.372517 + 0.714819i	0.806062
-0.372517 - 0.714819i	0.806062
-0.530577 + 0.586391i	0.790801
-0.530577 - 0.586391i	0.790801
-0.787529	0.787529
0.768928 - 0.061435i	0.771378
0.768928 + 0.061435i	0.771378
-0.652800	0.652800
-0.533926 - 0.353975i	0.640605
-0.533926 + 0.353975i	0.640605

-0.116947 + 0.617935i	0.628904
-0.116947 - 0.617935i	0.628904
0.058830 + 0.613685i	0.616498
0.058830 - 0.613685i	0.616498
-0.283441 - 0.295426i	0.409408
-0.283441 + 0.295426i	0.409408
0.227579	0.227579
0.032594 + 0.167590i	0.170731
0.032594 - 0.167590i	0.170731

47. Michel, A. (2006). **Théarie Applications et limites de la mesure de la création de valeur**. *Revue française de gestion*, *1*(160), 138–157.

48. Neal, T. (2014). **Panel Cointegration Analysis with pedroni.** *Stata Journal*, *14*, 684–692. https://doi.org/10.1177/1536867X1401400312

49. Oana Mihaela, O. (2012). **The Advantages of Using Factoring, as Financing Technique on International Transactions Market**. *Economy, Commerce and Tourism Series*, *IX*, 105-112.

50. Ogien, D. (2011). **Gestion Finance de l'entreprise**. Dunod.

51. Ouvrand, S., & signorini, C. (2016). **La juste valeur expliquée par la théorie économique**. *revue francaise de comptabilite*, 2–5.

52. Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2009). *C. Paramasivan, T.* **Subramanian Financial Management**. New Age.

53. Parter, S., & Eckehardt, W. (2001). **European firm's financial structure**. Lucius and Lucius.

54. Pedroni, P. (2004). **PANEL COINTEGRATION: ASYMPTOTIC AND FINITE SAMPLE PROPERTIES OF POOLED TIME SERIES TESTS WITH AN APPLICATION TO THE PPP HYPOTHESIS.** *Econometric Theory*, *20*(3), 597–625. https://doi.org/10.1017/S0266466604203073

55. Pesaran, M. H. (2015). **Time series and panel data econometrics (First edition).** Oxford University Press.

56. Philip, R. D., & Eugene, F. B. (2019). **Intermediate Financial Management 13ed**. Cengage Learning,.

57. Premaratna, S., Rathnayaka, W., Dilrukshi, S., & Wickremeratne, N. (2020). **Impact of Ecological and Socio-economic** Factors on Sustainable Development in Developing Countries: Econometric analysis of panel data from South Asian, African and Latin *American Regions*. *3*, 2020.

58. Rajib, datta, Haradhan, K., & Tasnim, U. C. (2013). **REASSESS OF CAPITAL STRUCTURE THEORIES**. *INTERNATIONAL JOURNAL OF RESEARCH IN COMPUTER APPLICATION & MANAGEMENT*, *03*(10), 102–107.

59. Schermerhorn, J. R. (2013). **Management, 12th**. John Wiley.

60. Siddharthy, S. (2021, janvier 29). ***The Size of a Firm : Definition, Measures and Concepts*. businessmanagementideas.** https://www.businessmanagementideas.com

61. *Size of Business Unit :* **Definition, Measures, Factors, Concepts, Optimum Size of Business**. (2021, janvier 29). www.iedunote.com. https://www.iedunote.com/size-of-business

30. Hansen, B. E. (2022). ***Econometrics.*** Princeton University Press.

31. Helfert, E. (2001). **A Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers**. McGraw Hill.

32. Hsiao, C. (2003). ***Analysis of panel data*** **(2nd ed).** Cambridge University Press.

33. Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). **Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel.** ***Économie & prévision***, *169-170–171*(3-4–5), 253–294. Cairn.info. https://doi.org/10.3917/ecop.169.0253

34. Jean Guy, D., & Stéphane, G. (2011). **Gestion Financiere**. Eyrolies.

35. Jean Luc, B., & Pascal, F. (2009). **Finance d'entreprise**. Groupe Revue Fiduciare.

36. Jiambalov, J. (2018). **Managerial Accounting**. Johen wily.

37. Jiang, T. (2009). **Capital Structure Determinants and Governance Structure Variety in Franchising, thesis of the Doctorate**. University Holland.

38. John, B.-B., Etebari, A., Hans, B., & Fred, R. K. (2010**). Employees firm size and profitability in U.S. manufacturing industries**. *Investment Management and Financial Innovations*, *7*(2), 1-18.

39. Karunakar, P. (2006). **Accounting and Finance for Managers**. Srups and sons.

40. Kent, B., & Gerald, M. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing decisions*. John Wiley.

41. Koller, T., Goedhart, marc, & Wessels, david. (2020). **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.** John Wiley & Sons.

42. Krishna, B. . K., Raghuram, G. R., & Luigi, Z. (2001). ***What Determines Firm Size?*** **National Bureau of Economic Research**, NBER Working Papers.

43. Leora, K. (2014). ***T*he Role of "Reverse Factoring" in Supplier Financing of Small and Medium Sized Enterprises**. Development Research Group The World Bank.

44. Matthias, M. S. (2003). *V***estitionssteuerung, Periodenerfolgsrechnung und Economic Value Added**. Deutscher Universitats-Verlag.

45. Maxime, L. (2012). **Création de valeur de l'entreprise par l'application de la gestion du cycle de vie pour la mise en œuvre du développement durable**. Essai présenté pour l'obtention du grade de maitre en environnement, Centre universitaire en environnement.

46. Michael, B., & Daniel, F. (2018). ***The econometric analysis of non-stationary spatial panel data.*** Springer Berlin Heidelberg.

9. Biørn, E. (2017). ***Econometrics of panel data: Methods and applications* (First edition)**. Oxford University Press.

10. Bourbonnais, R. (2015). **Économétrie** . Dunod.

11. Brennemann, R., & Sépari, S. (2001). **Economie d'entreprise**. Dunod.

12. Brian, C. (2006). **Capital Structuring**. Fitzroy Dearborn Publishers.

13. Bruslerie, H. (2010). **Analyse Financier**. Dunod.

14. bulletin, C. (2000). **CRÉATION DE VALEUR ACTIONNARIALE ET COMMUNICATION FINANCIÈRE**. *bourse de paris*, *396*, 43–94.

15. **Business size and growt***h*. (2021, janvier 30). https://assets.pearsonglobalschools.com/asset_mgr/current/201214/BusinessStudiesChapter3.pdf

16. Caby, J., Hirigoyen, G., & Prat dit Hauret, C. (2013). **Création de valeur et gouvernance de l'entreprise** (4e éd). Économica.

17. Caroline, S. (2006). **La fonction Finance**. DUNOD.

18. Conso, P., & Hemici, F. (2002). **Gestion financière de l'entreprise** (10e éd). Dunod.

19. crant, james. (2003). **Foundation of Economic value added**. Johen wily.

20. Croissant, Y., & Giovanni, M. (2019). ***Panel Data Econometrics with R***. John Wiley & Sons.

21. Danmaraya, I. A., & Hassan, S. (2016). **Electricity Consumption and Manufacturing Sector Productivity in Nigeria: An ARDL-Bounds Testing Approach**. *International Journal of Energy Economics and Policy*, *6*(2), 195–201.

22. Darbelet, M., Izard, L., & Scaramuzza, M. (1995). **Economie d'entreprise : BTS 1**. Foucher.

23. Eric, R. (1953). **AHistory of Economic Thought**. Faberand Ltd.

24. Eugene, F. B., & Michael, C. E. (2008). **Financial Management,Theory & Practice**. South-Western.

25. Gliz, A. (2020). **L'evaluation de l'entreprise**. BERTI.

26. Greene, W. H. (2003). ***Econometric analysis* (5th ed)**. Prentice Hall.

27. Gregor, G. (2008). **A Stakeholder Rationale For Risk Management Implications for Corporate Finance Decisions**. GABLER EDITION WISSENSCHAFT.

28. Gujarati, D. N. (2003). ***Basic econometrics* (4th ed)**. McGraw Hill.

29. Hall, A. R. (2005). **Generalized method of moments**. Oxford University Press.

82. النجار، س. (1973). **تاريخ الفكر الاقتصادي من التجاريين إلى التقليديين**. دار النهضة العربية.

83. النجار، ع. ا. (2008). **أساسيات الإدارة المالية**. المكتب العربي الحديث.

84. النجار، ه. ب. إ. (2019). **المصارف الاسلامية**. دار الأيام.

85. النعيمي، ت. ع.، و الخرشة، ي. ك. (2007). **أساسيات في الإدارة المالية**. دار المسيرة.

86. النعيمي، ع. ت.، و التميمي، أ. ف. (2007). **التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة.** دار اليازوري.

87. الهندي، م. إ. (1999). **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**. المكتب العربي الحديث.

88. الهندي، م. إ. (2010). **إيفا المدخل الأحدث في التحليل المالي وتقييم الأداء**. دار المعرفة الجامعية.

89. الهندي، م. إ. (2011). **حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء**. دار المعرفة الجامعية.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

1. Abeyrathna, S. P. G. M., & Priyadarshana, A. J. M. (2019). **Impact of Firm size on Profitability**. *Journal of Scientific and Research Publications*, *9*(6), 561-564.
2. Aminata, S. (2013). **La fonction centre de contact dans l'entreprise**. O2ONE.

Anton, M. (2016). Capital structure In The Modern Word. Palgrave Macmillan.

3. Baker, H. kent, & Martin, G. (2011). **Capital Structure and Corporate Financing Decisions**. John Wiley.
4. Baltagi, B. H. (2005). ***Econometric analysis of panel data*** **(3rd ed).** J. Wiley & Sons.
5. Baltagi, B. H. (2015). **The Oxford handbook of panel data**. New York : Oxford University Press.
6. Barbieri, L. (2008). **Panel Cointegration Tests: A Survey**. *Rivista internazionale di scienze sociali*, 3–36. https://doi.org/10.2307/41625199
7. Beitone, A., & Hemdane, E. (2005). **La définition de l'entreprise** *dans les manuels de sciences économiques et sociales en classe de seconde*. 29-39.
8. Bijan, V., Ken, F., & Liam, M. (2010). ***Foundations of Airline Finance (Methodology and practice).*** Ashgate.

مطاحن عمر بن عمر (Amor Ben Amor)	صناعية	كبيرة	8
شركة الاسمنت(SCT)	صناعة	كبيرة	9
مطاحن الحظنة(Moulin Hodna)	صناعة	كبيرة	10
شركة مناجم الفوسفات (somiphos)	صناعية	كبيرة	11
مطاحن بلغيث (Belghith)	صناعية	كبيرة	12
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية الكبرى(GTP)	خدماتية	كبيرة	13
الرواد للصناعة والخدمات (El-Rouad Industrie et services)	صناعية وخدماتية	متوسطة	14
مركب الحجار للحديد والصلب (El Hadjar Complex)	صناعي	كبيرة	15
مجمع سفيتال (ce vital)	صناعي	كبيرة	16
الشركة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)	خدماتية	كبيرة	17
المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP)	خدماتية	كبيرة	18
سونلغاز فرع ورقلة (SONELGAZ)	خدماتية	كبيرة	19
مجموعة بيوفارم للأدوية (Biopharm)	صناعية	كبيرة	20
مصنع فرتيال(Fertial)	صناعي	كبيرة	21
مؤسسة النقل البحري للمحروقات SPA HYPROC SHIPPING COMPANY	خدماتية	كبيرة	22

المصدر: من إعداد الطالب

حيث تم حساب المتغيرات انطلاقا من القوائم المالية للعينة المختارة بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة بالإضافة إلى الاعتماد على الدراسات السابقة في تحديد المتغيرات التي سوف يتم استخدامها في القياس وقد تمثلت متغيرات الدراسة في: